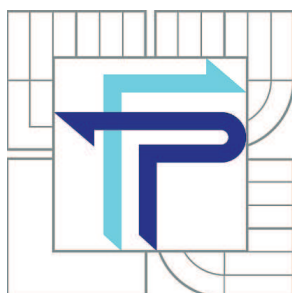


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

VALUE ESTIMATING OF COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. KATEŘINA VALČÍKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. JIŘÍ LUŇÁČEK, Ph.D., MBA

BRNO 2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Valčíková Kateřina, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku

v anglickém jazyce:

Value Estimating of Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce

Analýza současného stavu

Vlastní návrhy řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

BAYE, M. Managerial Economics and Business Strategy. New York: McGraw - Hill, 2006. 620 s.

GRÜNWARD, R. Finanční analýza pro oceňování podniků. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 79 s. ISBN 80-245-0700-5.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přeprac. a podl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367s. ISBN 80-7179-529-1.

MARÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MARÍK, M. a P. MARÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

WÖHE, G. a E. KISLINGEROVÁ. Úvod do podnikového hospodářství. 2. vyd. v Praze: C.H. Beck, 2007. 928 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7179-897-2.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jiří Luňáček, Ph.D., MBA

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2014/2015.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 28.2.2015

Abstrakt

Diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku PROSEC s.r.o.. Výsledky dílčích analýz a odhady finanční hodnoty budou sloužit pro potřeby vrcholového managementu podniku. Podnik již několik let úspěšně funguje a jeho hlavní činností je distribuce zabezpečovacích a slaboproudých technologií.

První část je věnována teoretickým poznatkům a na základě odborné literatury jsou zde popsány pojmy, definice, metody a postupy jednotlivých analýz a stanovení hodnoty. Teoretické poznatky jsou použity v praktické části. V praktické části je vypracována strategická a finanční analýza. Hodnota podniku je vyčíslena pomocí vybraných metod.

Abstract

The diploma thesis is focused on determining the value of the company PROSEC Ltd. The results of partial analyzes and estimate the financial value will serve the needs of senior management. The company has been operating successfully for several years and its main Activity is the sale of security and electrical equipment. The first part is devoted to the theoretical knowledge and on the basis of literature are described concepts, definitions, methods and practices of individual analyzes and determining the value and are used in the practical part. The practical part is a strategic and financial analysis. The value of the company is quantified using selected methods.

Klíčová slova

Podnik, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, výnosové metody, tržní hodnota, diskontní míra, cash flow, ekonomicky přidaná hodnota.

Key words

Company, value of company, strategic analysis, financial analysis, methods of revenue, market value, discount rate, cash flow, economic value added.

Bibliografická citace

VALČÍKOVÁ, K. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2015. 104 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Jiří Luňáček, Ph.D., MBA.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 16. května 2015

.....

Podpis

Poděkování

Děkuji vedoucímu své diplomové práce Ing. Jiřímu Luňáčkovi, Ph.D., MBA za odborné vedení a za jeho cenné rady a připomínky.

Velké poděkování patří i finanční ředitelce oceňovaného podniku Ing. Ivaně Bártové za ochotu, pomoc a poskytnutí všech potřebných podkladů, vysvětlení a konzultací při zpracovávání diplomové práce.

Děkuji také rodině a přátelům, kteří mi byli po celou dobu studia na podnikatelské fakultě podporou.

Obsah

Úvod.....	11
Cíl práce, metody a postupy zpracování.....	12
1 Teoretická východiska práce	13
1.1 Definice podniku a hodnota podniku.....	13
1.2 Hladina hodnoty podniku	14
1.3 Ovlivnění hodnoty podniku	14
1.4 Standardy hodnoty	15
1.4.1 Tržní hodnota	16
1.4.2 Investiční ocenění.....	16
1.4.3 Objektivizovaná hodnota.....	17
1.4.4 Kolínská škola	18
1.5 Důvody pro ocenění podniku	19
1.6 Metody pro finanční ocenění podniku.....	21
1.7 Faktor času a rizika.....	22
1.7.1 Faktor času	22
1.7.2 Faktor rizika	22
1.8 Postup při ocenění podniku	23
1.9 Sběr vstupních dat	25
1.10 Strategická analýza	26
1.10.1 Analýza makroprostředí	27
1.11 Analýza finančního zdraví podniku.....	28
1.11.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů	29
1.11.2 Analýza poměrových ukazatelů	29

1.12	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	30
1.12.1	Nejčastěji provozně nepotřebná aktiva.....	31
1.12.2	Provozně nutný investovaný kapitál	32
1.12.3	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	33
1.13	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	33
1.13.1	Tržby a jejich růst.....	34
1.13.2	Provozní zisková marže	35
1.13.3	Pracovní kapitál.....	36
1.13.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	37
1.14	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	38
1.15	Sestavení finančního plánu.....	38
1.16	Ocenění na základě analýzy výnosů	39
1.16.1	Metoda diskontovaného peněžního toku.....	40
1.16.2	Peněžní toky pro metodu DCF entity	41
1.16.3	Metoda ekonomicky přidané hodnoty (EVA).....	47
2	Představení podniku	50
2.1	Základní data o podniku	50
2.2	Historie společnosti	50
2.3	Provozní činnost a strategie	50
3	Analýza společnosti.....	52
3.1	Strategická analýza PROSEC s.r.o.	52
3.1.1	Analýza vnějšího prostředí.....	52
3.1.2	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	58
3.1.3	Analýza podniku	62

3.1.4	Analýza a prognóza tržeb	63
3.2	Finanční analýza a posouzení finančního zdraví	66
3.2.1	Horizontální a vertikální analýza	67
3.2.2	Poměrová analýza	73
3.3	SWOT analýza.....	77
3.4	Analýza hlavních generátorů hodnoty	79
3.4.1	Vymezení provozně potřebných a nepotřebných aktiv	79
3.4.2	Prognóza tržeb	80
3.4.3	Analýza a prognóza ziskové marže	81
3.4.4	Analýza a prognóza pracovního kapitálu	83
3.4.5	Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku.....	85
3.4.6	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu	87
3.4.7	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	87
3.5	Finanční plán	89
4	Návrh ocenění podniku	94
4.1	Diskontní míra	94
4.2	Metoda DCF entity	96
4.2.1	Současná hodnota první fáze	96
4.2.2	Současná hodnota druhé fáze	97
4.2.3	Výsledné výnosové ocenění podniku metodou DCF entity	98
4.3	Metoda ekonomicky přidané hodnoty	99
4.3.1	Současná hodnota první fáze	99
4.3.2	Současná hodnota druhé fáze	100
4.3.3	Výsledné ocenění podniku metodou EVA	100

4.4	Změna použitých parametrů	101
	Závěr.....	103
	Seznam použité literatury.....	105
	Seznam tabulek	108
	Seznam grafů	109
	Seznam rovnic	110
	Seznam obrázků	110
	Seznam příloh	110

Úvod

Národní ekonomika prošla řadou změn a od roku 1989, kdy byla hlavním cílem ekonomiky transformace na tržní systém, se oceňování podniku stává čím dál více aktuálnějším a potřebným. Potřeba znát mimo účetní hodnoty a administrativně stanovené ceny především tržní hodnotu, byla stále silnější. Tržní hodnota je důležitá především pro investory, věřitele a vlastníky. Po procesu evropské integrace a následném vstupu České republiky do Evropské unie se potřeba znalosti oceňování podniku ještě více prohloubila.

Fúze, akvizice, prodej podniku, podklady pro rozhodování vedení podniku, ověření bonity, měření výkonnosti podniku – to je jen výčet situací, kdy je nutné hodnotu podniku stanovit. Každý podnik je specifický a působí na něj řada vnějších a vnitřních vlivů, které je nutné identifikovat, zanalyzovat a do procesu ocenění zahrnout.

Stanovení hodnoty podniku je výsledkem rozsáhlého procesu zahrnujících dílčí cíle, vypracování strategické analýzy, zhodnocení aktuální finanční situace podniku a jeho následný vývoj do budoucna.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku PROSEC s.r.o., který patří k předním distributorům slaboproudých a zabezpečovacích technologií. Hodnota bude stanovena k 31. 12. 2014 výnosovými metodami. Účelem ocenění je poskytnout informace a komplexní náhled na podnik vlastníkům a managementu, kteří tyto informace mohou využít při změně v majetkové či vlastnické struktuře.

Cíl práce, metody a postupy zpracování

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku PROSEC s.r.o., jehož hodnota bude stanovena k 31. 12. 2014 pomocí výnosových metod oceňování, a to konkrétně metodou diskontovaného peněžního toku a metodou ekonomické přidané hodnoty.

Práce je rozdělena do dvou základních částí, do části teoretické a praktické. V teoretické části jsou vymezeny základní pojmy, definice, metody a analýzy pro oceňování podniku. Pro vytvoření této práce bylo využito poznatků z odborné literatury vztahující se k danému tématu.

Praktická část vychází z teoretického podkladu v první části. Je rozdělena do několika komplexních částí a dílčích cílů. Velmi důležitou analýzou v praktické části je strategická analýza, která hodnotí pozici podniku na relevantním trhu a zaměřuje se na konkurenceschopnost a vývoj podniku do budoucna. Finanční analýza zhodnotí a zanalyzuje stávající finanční zdraví podniku a jeho vývoj do budoucna.

Závěr práce je věnován propojení všech dílčích částí a stanovení hodnoty podniku.

1 Teoretická východiska práce

Podněty k potřebě znát finanční hodnotu podniku jsou velmi různorodé a před samotným začátkem je nutné znát účel a důvod, aby výběr metody a způsob stanovení hodnoty podniku byl co nejefektivnější.

1.1 Definice podniku a hodnota podniku

Většina odborných definic se opírá o zákony vztahující se k dané problematice, ve kterých je každá definice jasně popsána. Je tedy nutné zohlednit nenovější legislativní změny. Dne 1. 1. 2014 vešel v platnost nový zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen zákon o obchodních korporacích). Dále vešel v platnost zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen občanský zákoník), který nahradil znění zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen obchodní zákoník).

Na základě výkladů některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Po legislativních změnách popsaných výše, kdy v platnost vešel nový občanský zákoník, došlo k přesunu řady paragrafů. Definice podniku se nachází v § 502 nového občanského zákoníku a zákon nemluví o podniku, ale o závodu.

„Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“¹

Tento výklad je však potřeba rozšířit o další faktory, které nejsou v definici zmíněny. Jedním z těchto faktorů jsou závazky, které jsou v podnikání hojně využívány. Při oceňování podniku je tedy potřeba brát v úvahu i rozsah všech využívaných závazků.²

¹ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

² MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 15

Výraz soubor v definici podniku neznamena, že je podnik „hromada věcí“, ale, jak říká zákon, „věc hromadná“ a je tedy nutné se na podnik z ekonomického hlediska pohlížet jako na funkční celek. Hlavní funkcí podniku je dosahování zisku. Další definice uvádí, že pojetí podniku je účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, smyslem je nahospodařit zisk, a je tedy výstižnější než definice uváděná v obchodním zákoníku.³

Nový občanský zákoník uvádí definici právě věci hromadné a to v § 501:

„Soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se za celek a tvoří hromadnou věc.“⁴

1.2 Hladina hodnoty podniku

Při oceňování podniku se rozlišují jeho dvě různé hladiny:⁵

- **Hodnota brutto** – hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** – ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňujeme tedy vlastní kapitál.

1.3 Ovlivnění hodnoty podniku

Odhad hodnoty je výsledkem ocenění podniku a je dána očekávanými (odhadovanými) budoucími užitky (příjmy), které plynou z držení podniku. Hodnota podniku není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny. Při procesu oceňování se objeví takové skutečnosti, které výraznou měrou ovlivňují vnímání hodnoty podniku.⁶

³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 15-16

⁴ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 16-17

⁶ WÖHE G., KISLINGEROVÁ E. *Úvod do podnikového hospodářství*, s. 535

- **Ocenění je objektivní** – modely, které budou uvedeny dále a se kterými se při oceňování pracuje, jsou objektivní a mezinárodně uznávané, jasné a logické. Každý, kdo zpracovává odhad, si musí být vědom té skutečnosti, že modely naplňuje subjektivně zpracovanými informacemi.
- **Výsledek ocenění je přesný** – každý odhad je zatížen určitou chybou, a tedy přesnost výsledku propočtu nezávisí na výpočetní technice, ale na kvalitě informací a analýz, které vstupují do jednotlivých parametrů vzorců.
- **Výrok o hodnotě je definitivní** – každý výsledek nebo výrok o hodnotě by měl mít uvedeno datum, ke kterému byl odhad zpracován. Je to z toho důvodu, že vnější ekonomické prostředí stejně tak jako výkonnost a další parametry uvnitř firmy jsou proměnlivé. Při zásadních změnách je třeba vrátit se k předpokladům, na kterých je odhad založen, a vše přepočítat s ohledem na změny.⁷

1.4 Standardy hodnoty

Rozlišujeme několik základních kategorií hodnoty podniku, které plynou z následujících praktických otázek: Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění? Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?⁸

Z těchto hledisek se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:⁹

- 1) tržní hodnota,
- 2) subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
- 3) objektivizovaná hodnota,
- 4) komplexní přístup na základě Kolínské školy.

⁷ WÖHE G., KISLINGEROVÁ E. *Úvod do podnikového hospodářství*, s. 535

⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 21-22

⁹ Tamtéž, s. 21-22

1.4.1 Tržní hodnota

Zde se vychází z předpokladu, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků, na tomto trhu existuje více kupujících a prodávajících a vytvářejí se tak podmínky pro vznik tržní ceny. Tato potenciální tržní cena je předmětem odhadu.¹⁰

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“¹¹

Tržní hodnota by tedy měla být odhadem rovnovážné ceny, tedy taková cena vyrovnávající nabídku a poptávku. Rovnovážná cena je myslitelná pouze na rozvinutém transparentním a fungujícím trhu. Cena existující na takovýchto trzích je však pouze okamžitá cena, která se nepřetržitě mění. Tržní hodnota se využívá při uvádění podniku na burzu nebo například při prodeji podniku, kdy chce prodávající nezávisle odhadnout, za kolik by mohl podnik prodat.¹²

1.4.2 Investiční ocenění

Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? Investiční ocenění je subjektivní ocenění podniku. Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů. Tento pojem ocenění spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.¹³

Mezi základní charakteristiky investiční hodnoty patří:¹⁴

¹⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 21-22

¹¹ Tamtéž, s. 22

¹² Tamtéž, s. 25

¹³ Tamtéž, s. 26

¹⁴ Tamtéž, s. 27

- 1) **Budoucí peněžní toky** jsou odhadovány výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. V každém případě však prezentují v jisté míře představu řídících pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
- 2) **Diskontní míra** je stanovena na základě alternativních možností investovat, které subjekt má.

Rozdíly mezi investiční a tržní hodnotou mohou být dány například tím, že konkrétní subjekt očekává ze zamýšlené transakce určité synergie, plánuje proniknutí na nové trhy, má jiný postoj k riziku, než je obvyklé na trhu jako celku, je v odlišné daňové pozici, než je obvyklé, apod. Investiční hodnota se využívá při koupi a prodeji podniky, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj tato konkrétní hodnota výhodná nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.¹⁵

1.4.3 Objektivizovaná hodnota

Pro stanovení hodnoty podniku je mnohem lepší objektivní hodnota, než subjektivní. Subjektivní hodnotu může stanovit pouze profesionál. Před lety se odborníci v německy hovořících zemích shodli na tom, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, jelikož hodnota není objektivní vlastností podniku. Začalo se tedy pracovat s pojem objektivizovaná hodnota.¹⁶

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“¹⁷

¹⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 26-27

¹⁶ Tamtéž, s. 27

¹⁷ Tamtéž, s. 27

Objektivizované ocenění se používá při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku apod. Jsou to obecně situace, kdy je důležitá prokazatelnost a současný stav.¹⁸

1.4.4 Kolínská škola

Evropské trhy s podniky mají mnoho omezení, mezi která patří například nedostatečná transparentnost trhu a transakční operace. Za reálný trh se dá považovat pouze trh kapitálový, na kterém lze určit tržní hodnotu akciové společnosti, i když pouze omezeného podílu kapitálu. Východiskem z této situace je subjektivní ocenění - subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího na straně jedné a subjektivní hodnota konkrétního kupujícího na straně druhé.

Subjektivní postoj zastává právě tzv. Kolínská škola, která rozeznává několik funkcí oceňování a tím i funkce oceňovatele. Tvrdí, že nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích. Jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou.¹⁹

S každou funkcí přichází i odlišené kategorie hodnoty. Při funkci daňové je cílem poskytnout podklady pro daňové účely, při funkci komunikační jde naopak o to, poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. Nejdůležitější funkcí je funkce poradenská a má za úkol poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální a minimální ceně.

Maximální cena je cena taková, kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na transakci prodělal – **hraniční hodnota kupujícího**.

Minimální cena je cena taková, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal – **hraniční hodnota prodávajícího**.²⁰

¹⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 27

¹⁹ Tamtéž, s. 30-32

²⁰ Tamtéž, s. 32

1.5 Důvody pro ocenění podniku

Vyčíslení hodnoty podniku vychází z potřeb vlastníků, investorů či vedení konkrétního podniku. Jejich potřeby mohou být různé a každé ocenění je individuální a musí se přizpůsobit cíli, ze kterého potřeba vychází. Pokaždé když se plánuje nákup nebo koupě podniku, je nedůležitější znát jeho hodnotu. Hodnota je důležitá i v případě, pokud uvažujeme, že do určité společnosti budeme investovat. Pokud společnost žádá o úvěr nebo si sjednává pojištění, vždy musí znát svou hodnotu. I v případě, že vedení uvažuje, že podnik zcela zlikviduje nebo ho sloučí s jinou společností, opět je potřeba znát hodnotu podniku k tomu, aby mohlo být vyhodnoceno co nejlepší řešení. Jedná se tedy o velmi důležitou veličinu, jejíž hodnota má vliv na strategické změny v podniku. Její stanovení tedy nesmí být zlehčováno, měl by jej stanovovat profesionál, který se bude držet předpisů a postupů, které jsou již ověřeny a vyzkoušeny.²¹

Klíčovou informací před zahájením vyčíslení hodnoty podniku je důvod, pro který se tato hodnota zjišťuje. Vzhledem k různorodosti podnětů je vhodné tyto podněty uspořádat.

Následující rozdělení uvádí ve své literatuře Mařík:²²

a) Ocenění související s vlastnickými změnami, například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti (v tomto případě jde konkrétně o vklad podniku),
- ocenění v souvislosti s fúzí,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společností,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí (dobrovolnou nabídkou na převzetí, nebo povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti),
- ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů, tj. tzv. squeeze-out,

²¹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 35

²² Tamtéž, s. 35

- přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu.

b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:

- změna právní formy společnosti,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo často žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění),
- ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snížená o další nutné kapitálové vklady).

Jiný pohled na účel ocenění podniku tvrdí, že existují dva základní okruhy podnětů, které vyvolávají potřebu ocenění podniku – veřejnoprávní a soukromoprávní. Pokud se jedná o veřejnoprávní účel, dochází k ocenění podniku na základě podnětu ze strany příslušného veřejnoprávního subjektu. V rámci svého oprávnění tak stanoví příslušný orgán nebo tak stanoví právní předpis. Nejčastějším příkladem z praxe jsou daně, exekuce, zájem státu apod.²³

O **soukromoprávní** účel se jedná v případě:²⁴

- **komerčního** podnětu jako je koupě a prodej, nájem podniku nebo jeho části, stanovení výnosnosti investice, ocenění podniku z důvodu dokladování úspěšnosti či neúspěšnosti podnikání – hodnocení práce managementu, přistoupení společníka do společnosti. Dále se může jednat o
- **restrukturalizační** podnět jako přeměny společnosti – fúze, převod jmění na společníka, rozdělení, změna právní formy. Pokud se jedná o
- **zajišťovací** podnět, hovoříme o uzavírání pojistných smluv, úvěrové řízení – podklad pro peněžní ústavy, pro odhad hodnoty jistiny při žádosti o hypoteční úvěr, zástavní právo a ručení.

²³ WÖHE G., KISLINGEROVÁ E. *Úvod do podnikového hospodářství*, s. 535-536

²⁴ Tamtéž, s. 535-536

Je očividné, že důvodů a podnětů pro stanovení hodnoty podniku je nepřehledné množství a každý důvod má své specifické požadavky. Pro správné a efektivní stanovení hodnoty podniku je tedy nutné, aby byl jasně definován cíl a účel použití hodnoty, o jakou kategorii se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.²⁵

1.6 Metody pro finanční ocenění podniku

V současné praxi oceňování je mnoho metod, které svou rozmanitostí a detailností variant nabízejí široké spektrum modelů, jak podnik finančně ocenit. Znalci či odhadci musí brát v potaz především účel, pro který je podnik oceňován, který už sám o sobě je velkým vodítkem při výběru metody. Dalším aspektem, který je nutné brát v úvahu je to, s jakými informacemi odhadce pracuje, jak je analyzuje a provádí následnou syntézu dat tak, aby použité vstupní parametry dávaly předpoklad, že propočet bude co nejblíže reálné hodnotě.²⁶

Obecně vzato existují tři okruhy oceňovacích metod:²⁷

1) Výnosové metody – Ocenění na základě analýzy výnosů

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

2) Tržní metody – Ocenění na základě analýzy trhu

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

²⁵ WÖHE G., KISLINGEROVÁ E. *Úvod do podnikového hospodářství*, s. 535-536

²⁶ KISLINGEROVÁ E. *Oceňování podniku*, s. 23

²⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 36

3) Majetkové ocenění – Ocenění na základě analýzy majetku

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Pro účely této diplomové práce bude využito ocenění na základě analýzy výnosů a to pomocí metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA).

1.7 Faktor času a rizika

Čas a riziko – oba tyto faktory se do oceňování podniku promítají prostřednictvím diskontní míry.

1.7.1 Faktor času

Čas se při oceňování nesmí opomínat a to z toho důvodu, že hodnota aktiv je vymezena jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou jeho držiteli. U budoucích příjmů je důležité brát v potaz nejen jejich výši, ale i to, ve kterém okamžiku je držitel získá. Jedná se o tzv. časovou hodnotu peněz. Příjem získaný dříve má pro držitele větší hodnotu a to proto, že tyto peníze může investovat a dosáhnout dalšího výnosu oproti penězům, které obdrží později. V důsledku toho nelze při zjišťování hodnoty aktiva nebo podniku očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst, ale nejprve se musí všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu a pak je následně můžeme sečíst.²⁸

1.7.2 Faktor rizika

V literaturách a učebnicích najdeme mnoho definic rizika a lze říci, že podle dnešních výkladů se rizikem obecně rozumí nebezpečí vzniku škody, poškození, ztráty či zničení,

²⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 39-40

případně nezdaru při podnikání. Nelze nalézt tedy jednu obecně uznávanou definici, pojem riziko je definován různě:²⁹

- pravděpodobnost či možnost vzniku ztráty, obecně nezdaru,
- variabilita možných výsledků nebo nejistota jejich dosažení,
- odchýlení skutečných a očekávaných výsledků,
- pravděpodobnost jakéhokoliv výsledku, odlišného od výsledku očekávaného, atd.

Hodnota aktiva a plateb plynoucích z tohoto aktiva bude tím vyšší, čím budou očekávané příjmy jistější a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy. Mařík člení rizika na dva základní typy:³⁰

- 1) **Obchodní a finanční riziko** bude užitečné tam, kde budeme chtít sestavit rizikovou přírážku v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik.
- 2) **Systematické a nesystematické riziku** je potřeba rozumět ve vztahu k účelu, pro který má dané ocenění, a tím i diskontní míra sloužit.

Obchodní riziko se odvíjí od proměnlivosti čistých výnosů, které je způsobeno především proměnlivostí prodeje a úrovní fixních provozních nákladů. Finanční riziko nebo také stupeň finanční páky se může ztotožnit s tou částí míry kolísání hodnoty celkových výsledků hospodaření, která je způsobená placením fixních nákladových úroků.³¹

1.8 Postup při ocenění podniku

Je dobré ještě jednou zdůraznit základní myšlenku, že před zahájením prací na ocenění je nutné vyjasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Nejprve je potřeba vypracovat strategickou a finanční analýzu podniku k tomu, abychom mohli posoudit jeho celkový stav, konkurenceschopnost, finanční zdraví, postavení na trhu a zejména zda je schopen dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Na základě

²⁹ SMEJKAL, V. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*, s. 90

³⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 40

³¹ Tamtéž, s. 40

těchto analýz se zvolí vhodná metoda ocenění. Dále se postup poté může modifikovat podle konkrétních podmínek – podle konkrétního podnětu k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat atd.³²

V obecné rovině je však doporučován následující postup:³³

1) Sběr vstupních dat

- a) Základní data o podniku
- b) Ekonomická data
- c) Relevantní trh
- d) Konkurenční struktura relevantního trhu
- e) Odbyt a marketing
- f) Výroba a dodavatelé
- g) Pracovníci

2) Analýza dat

- a) Strategická analýza
- b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
- c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
- d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
- e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

3) Sestavení finančního plánu

- a) Plánovaná výsledovka
- b) Plánovaná rozvaha
- c) Plánovaný výkaz peněžních toků

4) Ocenění

- a) Volba metody
- b) Ocenění podle zvolených metod
- c) Souhrnné ocenění

³² MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 53-54

³³ Tamtéž, s. 53-54

1.9 Sběr vstupních dat

Dat a informací o hodnoceném podniku je mnoho a je nezbytné je systematicky seřadit. Praktické řešení pro začátek je shrnout nejdůležitější data, které se rozdělí do skupin zaměřujících se na data:³⁴

- základní,
- ekonomická,
- relevantní trh,
- konkurenční struktura relevantního trhu,
- odbyt a marketing,
- výroba a dodavatelé,
- pracovníci.

Mezi základní data o podniku patří data identifikující podnik a to je název, právní forma, IČ, předmět podnikání rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku a informace o historii podniku.³⁵

Ekonomická data se zaměřují na finanční situaci podniku a patří zde data z účetních výkazů za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů a podnikové plány (pokud existují).³⁶

Informace o trhu – vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu a faktory vývoje trhu.³⁷

Pokud jsou již známy všechny potřebné informace o relevantním trhu, tak je potřeba analyzovat ještě jeho konkurenční strukturu a to hlavní přímé konkurenty a data o nich,

³⁴ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 54-56

³⁵ Tamtéž, s. 54-56

³⁶ Tamtéž, s. 54-56

³⁷ Tamtéž, s. 54-56

možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví a poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.³⁸

Z oblasti **marketingu a odbytu** jsou důležitá data o struktuře odbytu v časových řadách (z hlediska struktury výrobků, odběratelů a územní struktury), informace o hlavních produktech, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, odbytové cesty, reklama, velikost a struktura výdajů, srovnání výdajů na reklamu s konkurencí, výzkum a vývoj a hlavní výsledky.³⁹

V oblasti **výroby a dodavatelů** je zaměření především na informace o řízení kvality, certifikátů kvality, charakter výroby – hromadná, zakázková, úroveň technologie – stáří, srovnání s konkurencí, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, investice, obnova, modernizace a dodavatelé – struktura dodávek a dodavatelů, logistika, stav a struktura zásob.⁴⁰

A jistě nesmí být opomíjen ani lidský faktor a to v oblasti **pracovníci** – struktura pracovníků, nároky na kvalifikaci, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, nálady mezi zaměstnanci, míra ztotožnění se s podnikem, fluktuace pracovníků, produktivita práce a její srovnání s konkurencí, personální náklady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků.⁴¹

1.10 Strategická analýza

Lze tvrdit, že strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu. Navzdory tomu je však v naší praxi často opomíjena a není jí věnována odpovídající pozornost. Cílem je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Celkový výnosový potenciál se skládá s vnějšího a vnitřního potenciálu.⁴²

³⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 54-56

³⁹ Tamtéž, s. 54-56

⁴⁰ Tamtéž, s. 54-56

⁴¹ Tamtéž, s. 54-56

⁴² Tamtéž, s. 56-58

Vnější potenciál můžeme vyjádřit jako šance a rizika, které nabízí prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje – odvětví, relevantní trh. Analýzou vnitřního potenciálu se zjišťuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Jedná se o vyjádření hlavních silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má podstatnou konkurenční výhodu (či výhody).⁴³

Účel strategické analýzy je velmi důležitý a strategická analýza je velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Je tedy vhodné zajistit při oceňování to, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky a měla by zodpovědět tyto následující otázky:⁴⁴

- 1) Jaké jsou **perspektivy podniku** z dlouhodobého hlediska?
- 2) Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- 3) Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Postup strategické analýzy je doporučován v těchto krocích:⁴⁵

- 1) Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu – makroprostředí)
- 2) Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku (analýza mikroprostředí – podniku)
- 3) Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků)

1.10.1 Analýza makroprostředí

Na výkonnost podniků má podstatný vliv vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují. Posouzení vývoje podmínek, ve kterých podniky fungovaly v minulosti a fungují

⁴³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 56-58

⁴⁴ Tamtéž, s. 56-58

⁴⁵ Tamtéž, s. 56-58

v současnosti, pomáhá při posuzování vlastní výkonnosti podniku v minulosti a především v posouzení reálnosti a dosažitelnosti cílů, které jsou součástí podnikatelského záměru.⁴⁶

Žádný podnik nefunguje v izolovaném prostředí a vnější vlivy významně ovlivňují fungování a výkonnost každého podniku a to buď v jeho prospěch, nebo v neprospěch. Alespoň částečná znalost makroprostředí, ve kterém podnik funguje, je nezbytná pro udržení podílu na trhu a konkurenceschopnosti.⁴⁷

PEST analýza

Základní a nejčastěji používanou analýzou makroprostředí je PEST analýza, která se orientuje na čtyři dílčí faktory – politický, ekonomický, sociální a technologický faktor. Vlivem nových trendů v marketingu došlo k několika modifikacím PEST analýzy, které rozdělují původní položky PEST analýzy na více dílčích oblastí. Nejznámější modifikací je SLEPT analýza, kdy došlo k přehození jednotlivých písmen a přidání písmena L, která značí, že SLEPT analýza detailněji zkoumá oblast legislativy.⁴⁸

1.11 Analýza finančního zdraví podniku

V návaznosti na strategickou analýzu je další dílčí analýzou analýza finanční, která patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, a proto se bez ní ocenění podniku neobejde.

V rámci oceňování podniku by měla finanční analýza plnit dvě základní funkce:⁴⁹

- Provéřit finanční zdraví podniku
- Vytvořit základ pro finanční plán, který je výchozí pro vyvozování výnosové hodnoty

Nejprve je tedy nezbytné zjistit, jaká je finanční situace podniku k datu ocenění, jaký byl její historický vývoj a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost. Ve druhé fázi slouží

⁴⁶ KISLINGEROVÁ E. *Oceňování podniku*, s. 29-31

⁴⁷ Tamtéž, s. 29-31

⁴⁸ SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*, s. 16-18

⁴⁹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 96-100

finanční analýza jako nástroj, který umožní vytěžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro plánování hlavních finančních veličin.⁵⁰

Ukazatele mají samy o sobě malou vypovídací schopnost a velmi záleží na interpretaci jejich výsledků. Z finanční analýzy budou vyvozeny závěry, které z finančního hlediska doplní předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy.⁵¹

Vlastní postup finanční analýzy je následující:⁵²

- 1) Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,**
- 2) sestavení analýzy základních účetních výkazů,**
- 3) výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů**
- 4) zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků.**

1.11.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

Horizontální a vertikální rozbor finančních výkazů je výchozím bodem finanční analýzy. Obě tyto analýzy umožňují pohled na údaje z účetních výkazů v určitých relacích a souvislostech. Horizontální analýza sleduje vývoj zkoumaných veličin v čase ve vztahu k minulému účetnímu období. Naopak vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztahenou k celkové bilanční sumě.⁵³

1.11.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů porovnává položky rozvahy a výkazu zisku a ztrát vzájemně mezi sebou a tím představu o finanční situaci podniku ukazuje v širších souvislostech. Poměrová analýza se skládá z dílčích částí skládající se z několika

⁵⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 96-100

⁵¹ Tamtéž, s. 96-100

⁵² Tamtéž, s. 96-100

⁵³ KISLINGEROVÁ, E. *Finanční analýza. Krok za krokem*, s. 11

ukazatelů. Pro potřeby ocenění se zkoumá především rentabilita, aktivity, zadluženosti a likvidity podniku:⁵⁴

- **Ukazatele rentability** – Rentabilita a její ukazatele patří k nejsledovanějším ukazatelům vůbec a informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem.
- **Ukazatele aktivity** – zde se ukazuje, jak využívá management podniku svá aktiva. Sledují se dva ukazatele a to obrátkovost (rychlost obrátu) a doba obrátu. Obrátkovost vyjadřuje počet obrátek aktiv za sledované období, během kterého bylo dosaženo daných tržeb použitých v ukazateli. Doba obrátu vyčísluje počet dní, který jedna obrátka trvá.
- **Ukazatele zadluženosti** – tyto ukazatele sledují vztah mezi cizími a vlastními zdroji. Vzhledem k tomu, že aktiva získaná prostřednictvím leasingu se neobjevují v rozvaze, je důležité zjistit objem majetku, který má firma pořízen na leasing – ty se totiž neobjevují v rozvaze, ale pouze jako náklady ve výkazu zisku a ztráty. Následně je vhodné využívat ukazatelů na bázi výsledovky, které zohledňují schopnost firmy splácet náklady na cizí kapitál.
- **Ukazatele likvidity** – díky těmto ukazatelům se získají informace o tom, zda je podnik schopen dostát svým závazkům a jak moc likvidní aktiva podnik vlastní.⁵⁵

1.12 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Každý podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen a pro které potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře. Samozřejmostí jsou přiměřené kapacitní

⁵⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Finanční analýza. Krok za krokem*, s. 31-41

⁵⁵ Tamtéž, s. 11

rezervy. Aktiva nezbytná pro základní „business“ se označují jako aktiva provozně nutná, provozně potřebná. Všechna ostatní aktiva se označují jako aktiva provozně nenutná nebo též neprovozní.⁵⁶

U většiny metod pro oceňování podniku platí zásada, že pokud je to jen trochu možné, mělo by být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná provedeno. Společně s tímto rozdělením by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy.⁵⁷

Hlavní důvody pro toto rozdělení majetku:⁵⁸

- některý majetek nemusí být vůbec využíván a neplynou z něj tedy žádné, nebo jen malé příjmy. Jedná se například o nevyužité pozemky, větší množství peněžních prostředků, dlouhodobě držené akce nevyplácející dividendy atd. Mohlo by dojít k tomu, že při ocenění tohoto majetku pomocí výnosových metod povede buď k jeho podcenění, nebo nebude tento majetek oceněn vůbec, i když svou hodnotu má,
- rozdílnost rizik od hlavního provozu podniku,
- k ocenění obou skupin aktiv se přistupuje z jiného úhlu pohledu, a proto se oceňují zvlášť.

1.12.1 Nejčastěji provozně nepotřebná aktiva

Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva patří:⁵⁹

- **Krátkodobý finanční majetek** - dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti jsou položkou krátkodobého finančního majetku a obecně platí, že základem této položky jsou cenné papíry a podíly, které nejsou považovány za dlouhodobé uložení peněz. V rozvinutých ekonomikách slouží jako

⁵⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 118-123

⁵⁷ Tamtéž, s. 118-123

⁵⁸ Tamtéž, s. 118-123

⁵⁹ Tamtéž, s. 118-123

rezerva, která má ulehčit splácení úvěru nebo financování investic. Pokud tedy mají krátkodobé cenné papíry nebo podíly charakter strategické rezervy jedná se dle Maříka o aktivum provozně nepotřebné, a proto se z bilanční sumy odečítá.⁶⁰

Další položkou z krátkodobého finančního majetku jsou peněžní prostředky. Ty musí každý podnik udržovat v určité výši, která je nezbytně nutná k zajištění provozu. Je potřeba prověřit, zda stav peněz není vyšší, než je z hlediska provozu nutné. Případný přebytek nad provozně potřebnou úroveň se odečítá. Maximální provozně nezbytnou úroveň peněžních prostředků může být odhad absolutní částky nebo stanovení pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele okamžité likvidity, kdy je doporučována hodnota 15%. Odvozením lze považovat, že peněžní prostředky by měly obnášet okolo 15% krátkodobého cizího kapitálu.⁶¹

- **Dlouhodobý finanční majetek** – pokud jsou finanční investice pouze uložení peněz a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, měly by být z provozně nutných aktiv vyčleněny.⁶²
- **Ostatní provozně nepotřebná aktiva** – mezi tyto patří aktiva, která neslouží základnímu účelu podniku a s hlavní činností a jedná se především o nemovitosti, pohledávky, nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky (dosud vykazované) atd.⁶³

1.12.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Účelem tohoto ukazatele je vyčíslení investic, které za předchozí roky podnik investoval do provozně potřebných aktiv. Slouží pro další postupy oceňování podniku. Propočet vychází z účetní rozvahy, která je upravena ve dvou směrech:⁶⁴

- vyřazení provozně nepotřebných aktiv z rozvahy,

⁶⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 118-123

⁶¹ Tamtéž, s. 118-123

⁶² Tamtéž, s. 118-123

⁶³ Tamtéž, s. 118-123

⁶⁴ Tamtéž, s. 118-123

- ponížení oběžných aktiv o závazky, u kterých nelze vyčíslit jejich náklady (např. úroky). Jedná se o závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům a státu. Oběžná aktiva se tak přetransformují na upravený pracovní kapitál. Součástí pracovního kapitálu jsou i ostatní aktiva (přičítají se) a ostatní pasiva (odečítají se).

Závěr je ten, že provozně nutný investovaný kapitál je součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) kapitálu.

1.12.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Jedná se o výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem. Vychází se z provozního výsledku hospodaření, který je upraven o výnosy a náklady, které nejsou spojeny s provozními aktivy. Nejčastěji se vylučují zisky z prodeje majetku, odpisy majetku, které neslouží k hlavnímu podnikání.⁶⁵

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného
+ majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Tabulka 1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření⁶⁶

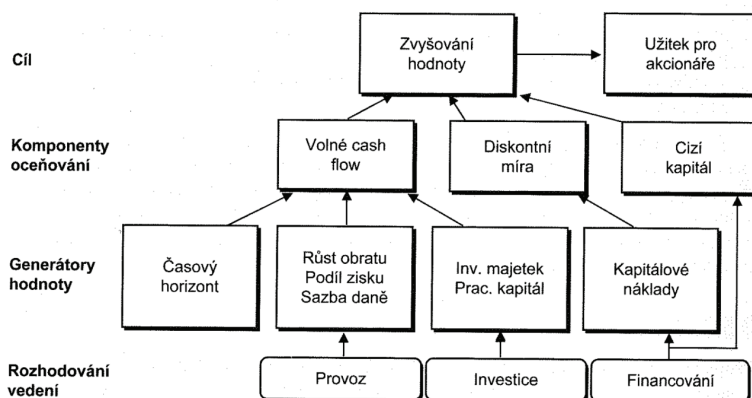
1.13 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se skládají z několika základních podnikohospodářských veličin, které v souhrnu určují hodnotu podniku. Vyvozují se v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku a to konkrétně ocenění metodou diskontovaných peněžních toků.⁶⁷

⁶⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 123-125

⁶⁶ Tamtéž s. 174

⁶⁷ Tamtéž s. 174



Obrázek 1: Generátory hodnoty⁶⁸

Ze schématu na obrázku č. 1. vyplývá, že se pracuje s následujícími generátory hodnoty:⁶⁹

- tržby (obrat) a jejich růst,
- marže provozního zisku (korigovaného provozního zisku),
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování (především velikost cizího kapitálu)
- doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tedy doba existence podniku)

1.13.1 Tržby a jejich růst

Prognóza budoucích tržeb je klíčovým generátorem hodnoty. Prognóza tržeb, která je výsledkem strategické analýzy může být dále korigována – zejména pro nejbližší období – kapacitními možnostmi podniku. Kapacitními možnostmi je myšleno určité omezení v tom smyslu, že podnik prodá vždy vše, co je schopen vyprodukovat. Úpravy tržeb vyplývají především z úvah o potřebných investicích, jejich financování a rychlosti,

⁶⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 125-126

⁶⁹ Tamtéž, s. 125-126

se kterou jsou uváděny do provozu. Můžeme předpokládat, že máme již k dispozici první představu o tržbách.⁷⁰

1.13.2 Provozní zisková marže

Marže je definována jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a tržbami.

$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$
--

Rovnice 1: Výpočet provozní ziskové marže⁷¹

Výsledek hospodaření by neměl být projektován pouze mechanicky jako rozdíl mezi nějak odhadnutými tržbami a náklady. Nejvhodnějším postupem je zpracování dvou nezávislých prognóz ziskové marže a to prognózou shora a prognózou zdola. Tyto dvě prognózy se mezi sebou sladí:⁷²

- **Prognóza ziskové marže shora** – základní přístup k projekci provozní ziskové marže, který vychází z historického vývoje ziskové marže. Zdůvodněný odhad budoucího vývoje navazuje na vývoj z minulosti.
- **Prognóza ziskové marže zdola** – tato prognóza se skládá z následujících kroků
 - Sestavení prognózy hlavních provozních nákladových položek – náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady
 - Doplnění prognózy o méně významné provozní nákladové položky
 - Dopočítání korigovaného provozního zisku (rozdíl provozních výnosů a nákladů)
 - Na základě předchozích výsledků dopočítáme ziskovou marži

⁷⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 126

⁷¹ Tamtéž, s. 127

⁷² Tamtéž, s. 127-132

Výsledky těchto dvou prognóz ziskových marží se budou pravděpodobně lišit a je tedy nutné je mezi sebou porovnat a provést patřičné korekce, které povedou k tomu, že se obě tyto prognózy sladí.⁷³

1.13.3 Pracovní kapitál

Obvyklý tvar ukazatele pracovního kapitálu se skládá z oběžných aktiv, které jsou poníženy o krátkodobý cizí kapitál. Pro účely plánování a následného ocenění podniku je vhodné tento ukazatel modifikovat a to konkrétně těmito způsoby:⁷⁴

1. Oběžná aktiva se poníží o neúročený cizí kapitál (nikoliv o krátkodobý cizí kapitál). Kritériem tedy bude to, zda jsme schopni na tento kapitál explicitně stanovit náklady (úroky) nebo ne. Praktický postup je ten, že se odečítají krátkodobé závazky, ale neodečítají se běžné bankovní úvěry.

Krátkodobý finanční majetek
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv)
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv)
= Pracovní kapitál

Tabulka 2: Korigovaný pracovní kapitál⁷⁵

2. Následující modifikace vychází z předpokladu, že všechny uvedené veličiny se započítávají jen v rozsahu provozně nutném. A například do krátkodobého finančního majetku se budou kalkulovat pouze peněžní prostředky, které jsou potřebné pro hladký chod podniku.

⁷³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 127-132

⁷⁴ Tamtéž, s. 132-136

⁷⁵ Tamtéž, s. 132

1.13.4 Investice do dlouhodobého majetku

Plánování investiční činnosti je nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty, protože investice se zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem a je obtížné použít extrapolaci. Investice je navíc nutné chápat v širším měřítku než dosud, tj. včetně investic do výzkumu a vývoje a investic do lidského kapitálu.⁷⁶

Na základě analýzy minulosti, znalosti cyklu obnovy investičního majetku a z nárůstu výkonů lze odhadnout, kdy bude třeba uvést do provozu další majetek. Tuto analýzu je třeba doplnit o míru využití kapacit, aby nedošlo ke zkresleným představám o potřebách investic. Tento přístup k plánování investiční náročnosti lze rozdělit do tří variant:⁷⁷

1. **Globální přístup** – Pokud lze říci, že investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter, je vhodný globální přístup, který zkoumá relaci mezi skutečnými investičními výdaji do provozně nutného dlouhodobého majetku, a tržbami. Koeficient by se měl stanovovat pro co nejdelší minulé období.

$$K_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

Rovnice 2: Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto K_{DMb} ⁷⁸

Namísto koeficientu náročnosti tržeb na investice může být použit i jednodušší výpočet.

$$K_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{Tržby}}$$

Rovnice 3: Koeficient prostého podílu dlouhodobého majetku na tržbách⁷⁹

⁷⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 136-138

⁷⁷ Tamtéž, s. 136-138

⁷⁸ Tamtéž, s. 137

⁷⁹ Tamtéž, s. 137

2. **Přístup podle hlavních položek** – využíván především pro blízkou budoucnost, kdy oceňovatel vychází z konkrétních investičních plánů podniku, které zahrnují jednotlivé akce a projekty. Tento přístup se opírá o reálné výhledy podnikových výkonů.
3. **Přístup založený na odpisech** – poslední přístup se odvíjí z míry odepsanosti majetku a vychází z toho, že majetek, který je pod úrovní odpisů, nebude stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu.⁸⁰

1.14 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

K prvnímu odhadu hodnoty podniku lze přímo použít generátory hodnoty, které jsou podloženy finanční analýzou. Jedná se o ocenění, které je založeno na principu peněžních toků.

$$FCF_t = X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPX} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{wc} + k_{DM})$$

Rovnice 4: FCF dle generátorů hodnoty⁸¹

Tento vzorec se dá chápat jako rozdíl korigovaného provozního zisku po dani a přírůstkem pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.⁸²

1.15 Sestavení finančního plánu

Vzhledem k tomu, že pro ocenění podniku budou využity výnosové metody, je potřeba sestavit kompletní finanční plán podniku, který se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Finanční plán by měl být součástí běžného řízení podniku jakou součástí

⁸⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 136-138

⁸¹ Tamtéž, s. 147

⁸² Tamtéž, s. 147

podnikového plánu a měl by vycházet z vize podniku a jeho strategie. Vychází ze soustavně vzájemně vyvážených plánů.⁸³

Do těchto plánů patří především:⁸⁴

- Plány prodeje v takovém členění, aby umožňovaly odhad budoucích výnosů
- Plány produkce a navazující odhad budoucích nákladů
- Plány kapacit, které se promítají do plánů investic, plánů pracovního kapitálu, plánů údržby a obnovy a plánů odpisů
- Plány pracovních sil s dopadem do osobních nákladů
- Plán budoucích provozních výnosů a nákladů umožní sestavit plán provozního výsledku hospodaření a z toho plynoucích daní a podílů na zisku
- Plán provozních peněžních toků a plán investic umožňuje sestavit celkový peněžní tok
- Plánovaná rozvaha pro všechny roky zvoleného plánového horizontu

1.16 Ocenění na základě analýzy výnosů

Skupina metod ocenění na základě analýzy výnosů vychází z využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. A u hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. A to konkrétně peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Jak základ ocenění je možné použít i jinak chápané výnosy a dle toho, jakou veličinu budeme konkrétně pod výnosy myslet, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku a to konkrétně metoda diskontovaného peněžního toku (DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) a další kombinované metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.⁸⁵

⁸³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 149-152

⁸⁴ Tamtéž, s. 149-152

⁸⁵ Tamtéž, s. 163

1.16.1 Metoda diskontovaného peněžního toku

Model diskontu peněžního toku, označovaného zkratkou DCF (discounted cash flow) patří k modelům, které mají největší užití. Podstatou této metody je to, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků a stěžejní tedy je současná hodnota budoucích výnosů.⁸⁶

Existují tři základní technicky propočtu výnosové hodnoty metodou DCF. Cílem všech tří metod je zjištění hodnoty čistého obchodního majetku. Jednotlivé metody se liší v tom, jak se k výsledné hodnotě dospěje.⁸⁷

Metoda DCF „entity“

U této metody je podnik označován jako celek, jednotka a výpočet zde probíhá ve dvou krocích. Vychází se z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku – hodnotu brutto. Od této brutto hodnoty pak odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme hodnotu vlastního kapitálu – hodnotu netto.⁸⁸

Metoda DCF „equity“

Metoda vychází pouze z vlastního kapitálu, kdy se vychází pouze z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům, a jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu – hodnotu netto.⁸⁹

Metoda DCF „adjusted present value“

Výsledná hodnota vlastního kapitálu vychází ze dvou kroků, kdy v prvním je zjišťována hodnota podniku jako celku součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení

⁸⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 157

⁸⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 165

⁸⁸ Tamtéž, s. 165

⁸⁹ Tamtéž, s. 165

současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhé fázi se odečítá cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.⁹⁰

Pro ocenění v této diplomové práci bude použita metoda DCF entity a nadále bude rozebrána pouze tato metoda.

1.16.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Pro určení peněžních toků pro metodu DCF entity je potřeba vycházet z korigovaného provozního výsledku hospodaření poníženého o investice. Tímto propočtem dojdeme k výsledné hodnotě volného peněžního toku, který je k dispozici jak vlastníkům, tak i věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků (FCF). Z tohoto důvodu je u metody DCF entity používáno označení peněžní toky do firmy (FCFF – free cash flow to firm) nebo také označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele.⁹¹

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVHD)
2.	- Upravená daň z příjmu (= KPVHD x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Tabulka 3: Výpočet volného peněžního toku⁹²

⁹⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 165

⁹¹ Tamtéž, s. 170-171

⁹² Tamtéž, s. 170

Investice pro výpočet volného peněžního toku do firmy

Vychází se z faktu, že by měly být realizovány pouze ty investice, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Pro výpočet volného peněžního toku jsou použity investice brutto, které jsou veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek. Brutto investice se dělí na část, která má zajistit obnovu a část rozšiřovací, která je označována jako investice netto. Výše ročních odpisů v daném roce se označuje jako obnova, a zbývající část se označuje jako investice netto.⁹³

$$Investice\ brutto = Odpisy + Investice\ netto$$

Rovnice 5: Investice brutto⁹⁴

Investici netto se pak nejlépe vypočte z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech, kterou bychom měli mít již vypočtenou. Investovaný kapitál je velikost provozně nutného majetku vyjádřeného ke konci roku v zůstatkových hodnotách majetku.⁹⁵

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

Rovnice 6: Výpočet investice netto⁹⁶

Kde: $I_{netto\ t}$ = investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t

K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

⁹³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 174-176

⁹⁴ Tamtéž, s. 175

⁹⁵ Tamtéž, s. 174-176

⁹⁶ Tamtéž, s. 175

Technika propočtu hodnoty podniku

Propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve dvou krocích, které budou dále podrobně popsány:⁹⁷

- 1) Určení celkové hodnoty podniku, která je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku. Jedná se o výnosovou hodnotu investovaného kapitálu.
- 2) Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu. Celková hodnota podniku je snížena o hodnotu úročených dluhů a v závěru je k provozní hodnotě vlastního kapitálu přičtena hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

Hodnota podniku jako celku (H_b) je pak určena pomocí vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

Rovnice 7: Výpočet hodnoty podniku⁹⁸

Kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

V praxi se však předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho a pro tak dlouhé období je nemožné plánovat peněžní roky pro jednotlivá léta. Proto se použije pro výpočet dvoufázová metoda.

Dvoufázová metoda

U dvoufázové metody, která je v praxi hojně používaná, se vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze.

⁹⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 177 - 182

⁹⁸ Tamtéž, s. 178

První fáze je období, pro které je možné vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna a tato hodnota je označována jako pokračující hodnota.⁹⁹

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se poté vypočítá dle vzorce

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Rovnice 8: Hodnota podniku podle dvoufázové metody¹⁰⁰

Kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

I_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Výpočet pokračující hodnoty

1) Gordonův vzorec

Pro druhou fázi je předpokládán stabilní a trvalý růst volného peněžního toku a pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků ve druhé fázi. Pro tento výpočet slouží Gordonův vzorec.¹⁰¹

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Rovnice 9: Gordonův vzorec¹⁰²

⁹⁹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 178-183

¹⁰⁰ Tamtéž, s. 183

¹⁰¹ Tamtéž, s. 183

¹⁰² Tamtéž, s. 183

Kde: T - poslední rok prognózovaného období

i_k - průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g - předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

$FCFF$ - volný peněžní tok do firmy

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$.

2) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Tento vzorec počítá se dvěma základními generátory hodnoty – tempo růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) a očekávaná rentabilita nových (čistých) investic.

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

Rovnice 10: Parametrický vzorec¹⁰³

Kde: $KPVH_{T+1}$ - korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

T - poslední rok prognózovaného období

i_k - průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g - předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

Diskontní míra pro metodu DCF

Diskontní mírou pro metodu DCF entity je míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC.

¹⁰³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 187

Zde je uveden obecný vzorec:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}$$

Rovnice 11: Výpočet WACC¹⁰⁴

Kde: n_{ck} – očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (=náklady na cizí kapitál)

d – sazba daně z příjmu platná po oceňovaný subjekt

CK – tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$N_{VK(Z)}$ – očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku

VK – tržní hodnota vlastního kapitálu

K – celková tržní hodnota investovaného kapitálu $K = VK + CK$

Je potřeba zdůraznit, že podíl na celkovém investovaném kapitálu je třeba počítat na základě tržních hodnot. Postup při výpočtu nákladů do celkového kapitálu lze rozdělit do čtyř kroků:¹⁰⁵

1. Struktura celkové kapitálu pro diskontní míru
2. Vyčíslení nákladů na cizí kapitál
3. Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál vyjadřují očekávaný výnos pro investory. Nejvhodnější metodou pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je metoda CAPM. Model pro oceňování

¹⁰⁴ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 207

¹⁰⁵ Tamtéž, s. 207

kapitálových aktiv závisí na bezrizikové úrokové míře (r_f), prémii za tržní riziko ($r_m - r_f$) a koeficientu β .¹⁰⁶

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Rovnice 12: Model CAPM¹⁰⁷

Bezriziková úroková míra je odvozena od výnosnosti státních obligací s dobou splatnosti minimálně deset let. Z aktuálních dat lze vycházet z webových stránek profesora Damodarana, který vychází z výnosnosti desetiletých státních obligací USA.¹⁰⁸

Riziková premie trhu je rozdíl mezi výnosem rizika zatíženého tržního portfolia oproti bezrizikovým aktivům.¹⁰⁹

Koeficient β a jeho hodnotu lze získat jako průměrný koeficient pro odvětví při nulovém zadlužení, které opět lze čerpat ze zdrojů profesora Damodarana. Koeficient je dále přepočítán na konkrétní zadlužení oceňovaného podniku.¹¹⁰

1.16.3 Metoda ekonomicky přidané hodnoty (EVA)

Hlavním principem ekonomické přidané hodnoty je to, že je měřen ekonomický zisk. V tomto pojetí lze hovořit o ekonomickém zisku tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu.¹¹¹

Ukazatel EVA je stanoven jako čistý výnos z provozní činnosti podniku ponížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího). Obecná podoba vzorce je uvedena dále.¹¹²

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t$$

¹⁰⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*, s. 188-190

¹⁰⁷ Tamtéž, s. 188

¹⁰⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 216-220

¹⁰⁹ Tamtéž, s. 216-220

¹¹⁰ Tamtéž, s. 216-220

¹¹¹ Tamtéž, s. 282-284

¹¹² Tamtéž, s. 282-284

Rovnice 13: Výpočet ekonomické přidané hodnoty¹¹³

Kde: NOPAT – net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po dani

NOA - net operating assets – čistá operační aktiva

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

EVA jako nástroj ocenění

Pro výpočet metody EVA entity je stejný, jako je již znám z metody DCF:

Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Tabulka 4: výpočet metody EVA entity¹¹⁴

Hodnota operačních aktiv je při této metodě dána součtem čistých operačních aktiv (NOA) a tržní přidanou hodnotou (MVA).¹¹⁵

Pro výpočet bude opět zvolena dvoufázová metoda stejně jako u metody DCF. Druhá fáze je stanovena na základě hodnoty věčné renty ze stabilní EVA do nekonečna. Hodnota podniku je pak stanovena na základě vzorce uvedeného níže.

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

Rovnice 14: Výpočet EVA pomocí dvoufázové metody¹¹⁶

kde: EVA_t – ekonomická přidaná hodnota v roce t

NOA_0 – čistá operační aktiva k datu ocenění

¹¹³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 282-284

¹¹⁴ Tamtéž, s. 282-284

¹¹⁵ Tamtéž, s. 295

¹¹⁶ Tamtéž, s. 297

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál

T – počet explicitně plánovaných EVA

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – neprovozní aktiva k datu ocenění

2 Představení podniku

Na základě dohody s vedením podniku bylo odsouhlaseno, že pro účely této diplomové práce bude z důvodu utajení citlivých dat podnik vystupovat pod fiktivním názvem PROSEC s.r.o. Veškeré další údaje jsou pravdivé a vychází z účetních výkazů společnosti a informací poskytnutých od vedení podniku.

2.1 Základní data o podniku

Obchodní jméno podniku je PROSEC s.r.o. a sídlí v Brně. Právní forma podniku je odštěpný závod zahraniční právnické osoby. Podnik PROSEC s.r.o. patří mezi přední distributory zabezpečovacích a slaboproudých technologií.

2.2 Historie společnosti

Společnost PROSEC s.r.o. působí na českém trhu již 23 let a prošla řadou reorganizací a restrukturalizací. Největší změna nastala v roce 2003, kdy její aktivity převzala nadnárodní korporace a právní forma společnosti byla změněna na **odštěpný závod**, jehož zřizovatelem je akciová nadnárodní společnost. Došlo tak ke spojení dlouhodobě úspěšné vedoucí firmy na tuzemském trhu se silnou distribuční organizací s celosvětovým pokrytím.

Po celou dobu působení má společnost hlavní sídlo v Brně a pobočky v Praze, Ostravě a Bratislavě.

2.3 Provozní činnost a strategie

PROSEC s.r.o. se zaměřuje na distribuci zabezpečovacích a slaboproudých zařízení. Společnost je součástí nadnárodní skupiny, která má vedoucí pozici ve svém oboru a to nejen na území České republiky. Dalších 31 poboček se nachází v 11 zemích v Evropě, na Středním východě a v Africe.

Právní forma společnosti je odštěpný závod a předmět podnikání je poskytování softwaru, projektování elektrických zařízení, koupě zboží za účelem jeho prodeje a prodej, poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob a výroba, instalace a opravy elektronických zařízení. I přes to, že hlavní aktivitou je distribuce, tak společnost poskytuje i komplexní služby a dodávky včetně instalace, nastavení, školení, technické podpory a školení.

„Naši strategií je pomáhat našim zákazníkům v růstu nabídkou výrobků, které potřebují, a poskytovat nejlepší možné služby a podporu. Umožníme svým zákazníkům snadný přístup k širokému spektru výrobků po celé Evropě, nabídneme kvalitní služby při dodávce a nadstandardní technickou podporu.“¹¹⁷

Díky této strategii společnost úspěšně plní jeden ze svých cílů – být partnerem obchodních a instalačních firem v oblasti zabezpečovacích zařízení po celé Evropě.

Portfolio produktů obsahující více než 5 000 výrobků zahrnuje celou řadu zabezpečovacích a slaboproudých zařízení renomovaných a zavedených značek jako je Ademco, Honeywell, Optex, System Sensor, Indala, HID, Fermax a mnoho dalších. Široký sortiment výrobků umožňuje plnit požadavky zákazníků v oblasti zabezpečení majetku a osob. Společnost není orientovaná pouze na jednotlivé produkty, ale zajišťuje a dodává návrhy a komplexní řešení, kde jsou společně integrovány jednotlivé systémy EZS, EPS, CCTV a ACCESS.¹¹⁸

¹¹⁷ PROSEC: O nás

¹¹⁸ PROSEC: O nás

3 Analýza společnosti

3.1 Strategická analýza PROSEC s.r.o.

Hlavním úkolem strategické analýzy je identifikace, analýza a ohodnocení všech náležitých faktorů, u kterých lze říci, že mají vliv na finální volbu cílů a strategie podniku.

Základem pro zhodnocení stávající situace podniku je poznání, pochopení a analýzy vnějšího a vnitřního prostředí, které vede k rozhodnutí, zda je nutné zavést nějaká opatření k tomu, aby byly posíleny slabé stránky, využity příležitosti, eliminovány hrozby a kladen větší důraz na silné stránky.

Strategická analýza se skládá z analýzy vnějšího a vnitřního prostředí podniku a výstupy těchto analýz jsou nezbytné pro správné pochopení fungování společnosti a nalezení souvislosti mezi společností a okolím. Je potřeba, aby společnost důkladně znala vnější faktory, které na ni působí a zároveň uměla využít své zdroje a schopnosti k tomu, aby na vnější faktory dokázala včas a správně zareagovat.

3.1.1 Analýza vnějšího prostředí

Pro analýzu vnějšího prostředí bude využita **PEST analýza**, která je základní analýzou pro vnější okolí podniku a to konkrétně politicko – legislativních vlivů, ekonomických faktorů, sociálně – kulturních faktorů a technologických vlivů.

Politicko – legislativní vlivy

Tato část je velmi rozsáhlá a náročná z toho důvodu, že podnik podléhá široké škále zákonů, vyhlášek, směrnic a pravidel. Je nezbytné, aby vedoucí pracovníci znali aktuální zákony a podle nich jednali a činili rozhodnutí. Doporučuje se také, aby vedoucí pracovníci a pracovníci dílčích oddělení byli pravidelně školeni a informováni o aktuálních změnách v zákoně. V podniku je vytvořen interní školící systém a je tak vytvořen ucelený koncept, který je srozumitelný pro každého zaměstnance.

V této dílčí části PEST analýzy se poukazuje především na stabilitu politické scény, která přímo ovlivňuje stabilitu legislativy. Každý podnikatelský subjekt, který podniká na území České republiky je ovlivněn platnou legislativou a musí respektovat všechny patřičné změny. Právě nestabilní politická situace způsobuje vytváření nebo změny v legislativě.

K nejčastějším změnám a aktualizacím dochází každoročně v zákonech o daních z příjmu, daňovém řádu a zákoně o DPH. Je tedy nezbytně nutné, aby pracovníci finančního oddělení byli pravidelně proškolení a znali nejaktuálnější znění zákonů.

Jednou ze zásadních legislativních změn posledních let bylo zvýšení spodní sazby daně ze 14 na 15 procent a základní z 20 na 21 procent. Důležitou novelou je sazbová novela ZDPH od 1. 1. 2015 č. 267/2014 Sb, která zavádí druhou sníženou sazbu DPH ve výši 10% (bude využito na nezbytně nutnou dětskou výživu, léky a knihy) a zrušuje sjednocení sazeb DPH na 17,5% (toto sjednocení bylo schváleno v roce 2012 s účinností od 1. 1. 2016).

Ekonomické faktory

I přes to, že společnost obchoduje se zahraničím, je velká část tržeb realizována na území České republiky. Makroekonomické ukazatele národní ekonomiky a jejich vývoj je důležité sledovat pro odhad ceny pracovní síly, cen produktů a služeb. Vývoj hrubého domácího produktu (HDP) ukazuje, jak silná je národní ekonomika a predikce vývoje nám do jisté míry značí, jak si bude společnost na trhu dále stát. Inflace a nezaměstnanost jsou faktory, které ovlivňují cenovou politiku a především solventnost a bonitu zákazníků.

- Hrubý domácí produkt

Ukazatel hrubého domácího produktu (HDP) má největší vypovídací hodnotu o národní ekonomice a proto je sledování jeho vývoje a predikcí vývoje, zahrnuto do analýzy vnějšího prostředí. Z vývoje HDP můžeme vycházet při hodnocení toho, jak se české ekonomice a subjektům v něm dařilo, daří a bude dařit.

Od roku 2004, kdy Česká republika vstoupila do Evropské unie, se HDP začalo výrazně zvyšovat. První lehké zpomalení v růstu HDP bylo zaznamenáno v roce 2007 a pozvolna pokračovalo až do roku 2009, kdy v důsledku hospodářské krize došlo k meziročnímu poklesu o 4,80 %. V následujících letech se česká ekonomika pomalu z krize vzpamatovávala a v roce 2013 dosáhla vyšší hodnoty HDP, než produkovala česká ekonomika v roce 2008 před hospodářskou krizí. To vše svědčí o tom, že ekonomika v recesi neustrnula a podařilo se jí vrátit na původní úroveň. Údaje v tabulce jsou uvedeny v miliardách Kč.

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP %	6,4	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,0
HDP (b.c.)	3 258	3 507	3 832	4 015	3 922	3 954	4 023	4 048	4 086	4 180

Tabulka 5: Vývoj HDP v ČR v letech 2004 – 2014¹¹⁹

I prognózy na další období 2015, 2016 a 2017 jsou pozitivní a trend vývoje je stoupající. V roce 2015 se očekává možný meziroční růst o 2,70% a i na další roky je prognózován růst i když s pomalejším tempem růstu. Dá se tedy očekávat, že i tržby společnosti budou mít vzrůstající tendenci, což pro společnost znamená zvyšování zisku a hodnoty společnosti.

Rok	2015	2016	2017	2018
reálný růst v %	2,7	2,5	2,3	2,3

Tabulka 6: Prognóza meziročního růstu HDP¹²⁰

- Inflace

Inflace představuje všeobecný růst cenové hladiny v čase. Míra inflace byla nejvyšší v roce 2008, kdy došlo k nárůstu cenové hladiny zboží a služeb o 6,30%. V dalších letech se inflace držela okolo jednoho až dvou procent. V roce 2012 byla 3,30% a stejně tak jako

¹¹⁹ ČSÚ: Česká republika od roku 1989 v číslech

¹²⁰ MFČR: Průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR

v roce 2008, společnost musela očekávat to, že se zvýší ceny vstupů a celkově dojde ke zvýšení nákladů.

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflace %	2,80	1,90	2,50	2,80	6,30	1,00	1,50	1,90	3,30	1,40	0,40

Tabulka 7: Vývoj míry inflace v ČR v letech 2004 – 2014¹²¹

Velmi zajímavý je vývoj inflace v posledním období, kdy došlo k výraznému snížení inflace a v roce 2014 se meziroční hodnota pohybovala v rozmezí 0,1% – 0,7%. V lednu a únoru roku 2015 se hodnota inflace vyšplhala na pouhých 0,1%. Na tomto faktu se podílí především prohloubení cenového poklesu v oddíle doprava a to konkrétně cen pohonných hmot, který byly v únoru nižší o 17,1%. Zároveň došlo k nárůstu cenové hladiny v oddíle alkoholické nápoje a tabák, kde se ceny tabákových výrobků zvýšily o 6,1%.¹²²

Rok	2015	2016	2017	2018
Inflace %	0,3	1,5	1,8	1,9

Tabulka 8: Prognóza míry inflace¹²³

Prognóza na rok 2015 je taková, že by se inflace měla pohybovat v rozmezí 0,3% - 1,9% a tudíž by společnosti neměli vzniknout žádné výrazné náklady v důsledku nárůstu cenové hladiny. Nárůst nad 1% je očekáván v roce 2016, a proto by se společnost v tomto období měla připravit na mírný nárůst výstupů a zvýšení nákladů.

- **Nezaměstnanost**

Na základě údajů z Tabulky 9 lze tvrdit, že míra nezaměstnanosti mírně stoupá, což může podnik vnímat jako pozitivní faktor, který jí umožní při výběru nových zaměstnanců vybírat ze širší škály uchazečů. Je důležité brát na vědomí i fakt, že pokud dojde na trhu práce k převisu nabídky nad poptávkou, lidé hledající práci sleví ze svých požadavků,

¹²¹ ČSÚ: Česká republika od roku 1989 v číslech

¹²² KURZY CZ: Inflace

¹²³ MFČR: Průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR

protože budou vědět, že na jedno pracovní místo se bude hlásit více uchazečů než je obvyklé.

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nezam.%	8,36	7,98	7,20	5,37	4,44	6,75	7,37	6,79	7,04	7,05	7,70

Tabulka 9: Vývoje míry nezaměstnanosti v ČR v letech 2004 – 2014 (v %)¹²⁴

V roce 2014 byla míra nezaměstnanosti 7,7% a přiblížila se k historicky nejvyšší hranici, která byla zaznamenána v roce 2005. Z posledních údajů lze vyčíst, že rok 2015 začal s mírou nezaměstnanosti na 7,7% a v únoru došlo k meziročnímu poklesu na 7,5%. I přes to, že úroveň nezaměstnanosti se aktuálně blíží k historicky nejvyšší hranici, v celoevropském srovnání patří Česká republika k zemím, kde je míra nezaměstnanosti nejnižší. Pozitivním faktem je taktéž to, že oproti loňskému únoru došlo k nárůstu počtu pracovních míst o téměř 31 tisíc. Tento pozitivní vývoj značí to, že se ekonomice daří a její výkonnost má vzrůstající tendenci.¹²⁵

Rok	2015	2016	2017	2018
Nezaměstnanost v%	5,7	5,5	5,4	5,3

Tabulka 10: Prognóza míry nezaměstnanosti v ČR do roku 2017¹²⁶

V následujících čtyřech letech lze dle predikcí očekávat postupné snižování míry nezaměstnanosti.

Sociálně – kulturní faktory

V rámci celé společnosti je nabízeno široké spektrum pracovních pozic a požadavky na kvalifikaci jsou rozmanité. Vzhledem ke stoupající míře nezaměstnanosti lze předpokládat, že se na nabízené pozice bude hlásit více uchazečů a vedení společnosti tak bude mít větší možnost výběru. Tento fakt je pro společnost pozitivní, protože lidé hledající práci si

¹²⁴ ČSÚ: *Česká republika od roku 1989 v číslech*

¹²⁵ KURZY CZ: *Nezaměstnanost*

¹²⁶ MFČR: *Prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů*

budou uvědomovat, že nabídka práce převyšuje poptávku a konkurence je vysoká. Lidé budou slevovat ze svých nároků a budou více flexibilní, ochotní a otevření při výběru a nástupu do nové práce.

Technologické vlivy

Společnost obchoduje se zbožím vysoké kvality a je odebíráno od největších dodavatelů po celém světě.

Jak je známo, v dnešní době technika a technologie postupuje velmi rychlým tempem dopředu a to, co se nám zdá dnes jako vysoce moderní, může být za pár měsíců či týdnů zastaralé. I přes to, že je společnost výhradně distribuční, musí manažeři tento vývoj sledovat.

Neustále se zrychlující technologický vývoj, rychlost zastarávání a široká škála nabízeného zboží je pro společnost rizikem z toho důvodu, že můžou vzniknout náklady na obnovu nebo likvidaci zastaralého uskladněného zboží. S tímto rizikem však společnost dlouhodobě počítá a proto díky propracované metodě a rozdělení zboží do dílčích skupin dle prodejnosti, skladuje pouze ty položky, které jdou nejvíce a nejčastěji na odbyt. Velmi dobré vztahy s dodavateli a rychlé dodací lhůty taktéž eliminují vznik rizika zastarávání zboží.

Společnost se zaměřuje výhradně na distribuci, a proto nemá žádné výdaje a náklady spojené s pořízováním nových strojů z důvodu opotřebení a zastarávání.

Vzhledem k široké škále nabízeného elektrotechnického zboží samozřejmě existují rizika kvůli technologickým vlivům. Společnost však z dlouhodobého hlediska tento problém sleduje a má již zavedená opatření k tomu, aby tato rizika co nejvíce eliminovala, udržovala stav skladu zásob na takové úrovni, aby byla uspokojena poptávka zákazníka a zároveň nebylo ve zboží vázáno zbytečně moc peněžních prostředků.

3.1.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Analýza vnitřního potenciálu společnosti PROSEC s.r.o. má za úkol identifikovat charakteristické znaky odvětví a odhadnout další vývoje daného odvětví. Pro tuto analýzu bude využit Porterův model pěti konkurenčních sil, který patří k základním a nejvýznamnějším nástrojem pro analýzu konkurenčního prostředí firmy a jejího strategického řízení.

- **Potenciální konkurence** - pokaždé se může objevit nový silný konkurent, který by postavení společnosti na trhu ohrozil, a proto je potřeba, aby vedení společnosti mělo na paměti i tuto hrozbu. Z praktického hlediska, však tak tato hrozba není úplně reálná, jelikož je podnik součástí mezinárodní korporace, což ji zajišťuje velkou sílu a jistotu oproti novým malým konkurentům. O velké hrozbě by se dalo hovořit tehdy, když by se na místní trh chystala prorazit jiná velká korporace se stejně silnými zbraněmi. Dá se říct, že reálnou hrozbou byl plánovaný vstup na místní trh společnosti Amazon. Vzhledem k tomu, že by se jednalo o obrovský projekt, který by vyžadoval značné přípravy, společnost by se jistě včas připravila a učinila patřičná opatření, která by potencionální rizika zredukovala.
- **Stávající konkurence v odvětví** – i přesto, že má podnik v současné době 5 hlavních konkurentů, má na trhu majoritní postavení a obrat největšího konkurenta dosahuje zhruba poloviny obratu podniku PROSEC s.r.o. Všechny své konkurenty společnost sleduje a všímá si jejich kroků. Ne však ve velké míře, ale tak, aby měla přehled o tom, co konkurence chystá nového nebo v čem jsou o krok napřed. Společnost na tyto poznatky vždy reaguje a to přispívá k tomu, že si na trhu vede velmi dobře a její konkurenceschopnost je vysoká.
- **Substituční výrobky** - Nedá se úplně přesně říct, že by existovaly substituční produkty. Odběratelé si produkt mohou koupit u konkurence, která jim ale však nemusí zajistit vždy stejnou kvalitu, cenu, servis, školení a další podpůrné služby jako společnost PROSEC s.r.o.

- **Zákazníci** – dlouholetým působením na trhu byla vytvořena poměrně velká a stabilní základna odběratelů. Tato základna sice může kolísat a to buď odchodem stávajících zákazníků, nebo oslovením nových zákazníků, základní velikost je však stejná a v posledních letech se naopak ještě více rozšiřuje a to především o zákazníky ze zahraničí.

Obchodní značka, tradice, spokojenost, dlouholetá spolupráce – to vše jsou konkurenční výhody podniku a zajišťují jí tak věrnost zákazníků. Zákazníci jsou rozděleni do skupin podle velikosti odběrů a o ty nejvýznamnější se starají manažeři pro klíčové zákazníky. Nezapomíná se však ani na menší a nové zákazníky, pro které marketingové oddělení podniku neustále připravuje nové akční nabídky, a obchodníci se jim snaží nabídnout tu nejlepší možnou cenu.

S řadou dlouholetých zákazníků má společnost uzavřené rámcové smlouvy a během roku se navíc objevují další projekty, které jsou nad rámec těchto smluv. Portfolio zákazníků má společnost velmi dobré.

- **Dodavatelé** – zde je další konkurenční výhoda podniku, neboť mateřská společnost podniku má u nás i ve světě zvučné jméno, které zaručuje serióznost a spolehlivost. Navíc tyto velmi dobré vztahy s obchodními partnery vedou k tomu, že společnosti nabízí velmi výhodné ceny, které umožňují zákazníkům nabídnout nejen kvalitní výrobky, ale i zajímavé cenové nabídky.

Veškeré vztahy jsou smluvně ošetřeny a tím je eliminováno riziko náhlé ztráty významného dodavatele.

Na základě výsledků analýzy mikroprostředí je zřejmé, že má společnost na trhu silné postavení a to i přes to, že má několik konkurentů. Z tohoto hlediska lze říci, že se jedná o oligopol a pohyb trhu je určován dodavateli, kdy je velmi důležité, jak se jednotliví dodavatelé chovají a jak mají rozdělenou moc.

3.1.3 Analýza konkurenční síly podniku

Tržní podíl podniku PROSEC s.r.o. se odhaduje na 28% na tuzemském trhu. Je tedy patrné, že na trhu jsou zákazníci, kteří odebírají zboží od konkurence. Od začátku roku 2015 došlo v podniku k několika strategickým změnám a jednou z nich je zaměření na průzkum trhu, zjištění důvodu, proč potenciální zákazník nakupuje u konkurence a následné vytvoření nabídky s lepšími podmínkami než má konkurence.

Souhrnná analýza konkurenční síly je uvedena v Tabulce 12. Analýza je zaměřena na přímé a nepřímé faktory, ke kterým je přiřazena váha a na základě hodnocení faktoru je stanoveno hodnocení souhrnné konkurenční síly podniku.

Maximální počet bodů:	180
Dosažený počet bodů:	150
Hodnocení:	83%

Tabulka 11: Souhrnná analýza konkurenční síly podniku¹²⁷

Dosažení celkového hodnocení 83% odpovídá tomu, že existuje silná konkurence, ale podnik udržuje svou konkurenceschopnost takovou, aby si své zákazníky udržel a zároveň své dosavadní portfolio zákazníků rozšiřoval.

K nejsilnějším faktorům patří především kvalita zboží. Podnik spolupracuje s dodavateli na úrovni celé Evropy a zboží, které si nechává dodávat je na špičkové úrovni. Vedení podniku ví, že kvalitní zboží je základ úspěšného podnikání a i když někdy na úkor vyšší prodejní ceny, dodává a obchoduje se zbožím nejvyšší kvality.

Každý zákazník má možnost si na webových stránkách podniku vytvořit účet a získat tak přístup k dalším užitečným informacím, jako jsou katalogové listy, instalační a uživatelské manuály, produktové certifikáty, videa, informace o školeních a prezentacích nebo informace pro projektanty. V internetovém obchodě lze také zjistit aktuální stavy skladů na jednotlivých pobočkách a rovnou vytvořit webovou objednávku.

¹²⁷ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 89

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria konkurenční síly							Body	Váha	
			Negativní			Průměr	Pozitivní				×	
			0	1	2	3	4	5	6		Body	
Přímé faktory	1	Cenová úroveň	3					X			4	12
	2	Šíře sortimentu	1						X		5	5
	3	Hloubka sortimentu	1					X			4	4
	4	Kvalita zboží	3							X	6	18
	5	Běžná dostupnost	1						X		5	5
	6	Internetový prodej	2							X	6	12
	7	Rychlost při osobním odběru	1					X			4	4
	8	Úroveň prodejen z pohledu zákazníka	1							X	5	5
	9	Kvalita obsluhy	2						X		5	10
	10	Účinnost reklamy	2			X					2	4
	11	Image firmy	1						X		5	5
Nepřímé faktory	12	Kvalita management	3							X	6	18
	13	Technické dovednosti pracovníků	2							X	6	12
	14	Systém řízení oběhu zboží	2						X		5	10
	15	Majetek a investice	2					X			4	8
	16	Finanční situace	3							X	6	18
Celkem		30										150

Tabulka 12: Profil konkurenční síly oceňovaného podniku¹²⁸

Řada technických pracovníků jsou nejlepšími odborníky ve svém oboru s více než dvacetiletou zkušeností v oboru se zabezpečovacími technologiemi. S obchodními partnery

¹²⁸ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 89

aktivně spolupracují na prestižních zakázkách a v praxi se podílí na nasazování vyspělých technologií na našem území.

Jako negativní by se mohla zdát účinnost reklamy, tento fakt se opírá o údaje, které byly zanalyzovány po posledním vydaném akčním letáku a následné zvýšení prodeje. Tento údaj však je pouze sezónní a pro komplexní posouzení je potřeba zanalyzovat data za delší časové období.

Silná finanční stabilita bude dále rozebrána ve finanční analýze.

3.1.4 Analýza vnitřního prostředí

Společnost je vedena kvalitním management, o čemž svědčí dlouhodobá stabilní pozice na trhu s nadprůměrnými výsledky. Důkladně propracovaná strategie společnosti vede k tomu, že se dlouhodobé plány a cíle naplňují a společnost je úspěšná i přes to, že konkurenční prostředí je poměrně silné a odvětví podnikání patří k cyklickým.

Orientace na kvalitu a výkon je dalším klíčovým faktorem úspěchu. Nejen, že produkty jsou na nejvyšší úrovni kvality, ale společnost si vybírá i vysoce kvalifikované a schopné zaměstnance. Každá pracovní pozice vyžaduje různé schopnosti a dovednosti zaměstnance a při výběru nových zaměstnanců jsou kladeny vysoké nároky, protože především i zaměstnanci se svým výkonem a chováním podílí na tvorbě hodnoty společnosti.

Každé oddělení má své vlastní interní předpisy a pravidla, které vychází z předpisů a pravidel celé společnosti. Vedoucí pracovníci kontrolují, zda je výkon zaměstnanců v souladu s předepsanými pravidly. Management společnosti je stabilní a díky jeho dlouholetým zkušenostem je vedení zaměstnanců na vysoké úrovni.

Růst a vzdělávání se patří k neodmyslitelné součásti společnosti a zaměstnanci jsou vedeni a motivováni k tomu, aby iniciativně přicházeli s inovativními návrhy, jak zlepšit zavedené procesy a rozvíjeli tak nejen potenciál společnosti, ale i svůj vlastní. Zaměstnanci jsou pravidelně vzdělávání formou školení nebo interním školicím on-line systémem, který respektuje potřeby a znalosti zaměstnanců.

Spokojenost zaměstnanců je pro společnost nesmírně důležitá, protože pokud je zaměstnanec správně motivován a pracuje v dobrém pracovním prostředí, tak podává nejvyšší výkony a jeho práce je efektivní. Pravidelně dvakrát ročně probíhá Průzkum spokojenosti zaměstnanců, kde se mohou vyjádřit, co by chtěli zlepšit nebo v čem vidí nedostatky. Na základě posledního průzkumu bylo zjištěno, že

- zaměstnanci nemají souhrnné a přehledné informace o nabízených zaměstnaneckých benefitech
- a byli by rádi více informováni o možnostech kariérního postupu ve společnosti.

Na oba tyto výsledky vedení společnosti spolu s personálním oddělením zareagovalo velmi rychle a pružně a byla vytvořena Brožura benefitů a Brožura interních náborů. Obě tyto brožury jsou pravidelně aktualizovány a jsou dostupné v elektronické formě na intranetu společnosti.

Společnou sdílenou hodnotou pro vlastníky, management a zaměstnance je spokojenost zákazníka. Hlavním cílem společnosti je udržení si zákazníka a jeho spokojenosti, protože to je cesta k tomu, aby společnost byla dlouhodobě úspěšná.

3.1.5 Analýza a prognóza tržeb

Cílem této podkapitoly je zjistit, jaké tržby jsou v budoucnu očekávány.

Hlavní ekonomická činnost dle číselníku CZ NACE zařazen do třídy 46.52 velkoobchod s elektronickým a telekomunikačním zařízením a jeho díly. Zákazníkem společnosti jsou velké stavební firmy až po fyzické osoby po celé České republice, které zakoupené zboží instalují přímo konečným zákazníkům. Působení podniku je po celé České republice a část tržeb je realizována i v zahraničí. Velká většina tržeb je však realizována právě na území České republiky. Dle odhadu managementu se podíl na trhu České republiky pohybuje okolo 28%.

Vzhledem k velikosti tržeb má firma na trhu majoritní postavení a při prognóze tržeb by se dalo vycházet z regresní analýzy o dvou proměnných ovlivňující vývoj tržeb a to konkrétně HDP a inflace.

V regresní analýze jsou využity proměnné HDP a inflace, jejich historický vývoj a prognóza dle Ministerstva financí ČR.

Model regresní analýzy je ve tvaru:

$$Y = -1\,936\,064,10 + 0,353651HDP + 10\,181,4946\,Inflace$$

Při využití regresní analýzy je prognóza tržeb následující.

	Rok	HDP v b.c.	Tempo růstu	Celkové tržby	Tempo růstu	Míra inflace
		(v tis. Kč)	HDP	(v tis. Kč)	Tržeb	
Skutečnost	2010	3 953 651	0,80%	498 959	16,99%	101,5
	2011	4 022 410	1,74%	496 297	-1,38%	101,9
	2012	4 047 675	0,63%	546 800	10,72%	103,3
	2013	4 086 260	0,95%	580 234	6,27%	101,4
	2014	4 180 244	2,30%	550 349	-5,89%	100,4
	2015	4 293 111	2,70%	603 404	9,64%	100,3
Prognóza	2016	4 400 438	2,50%	653 578	8,32%	101,5
	2017	4 501 648	2,30%	691 408	5,79%	101,7
	2018	4 605 186	2,30%	730 060	5,59%	101,9
	Průměrné plánované tempo růstu		2,45%		7,34%	

Tabulka 11: Regresní analýza – prognóza tržeb¹²⁹

Korelační koeficient daného modelu vyšel 0,7241.

Dále byla provedena korekce prognóz tržeb, aby se prognóza více přiblížila realitě a skutečným plánům. Tato korekce byla provedena ve spolupráci s vedením podniku, kdy bylo přihlíženo především ke kapacitním možnostem podniku a interním analýzám a plánům.

Výsledná prognóza tržeb je výsledkem sladění prognóz na základě budoucího vývoje národní ekonomiky a interních strategických plánů pro budoucí období.

¹²⁹ Vlastní zpracování

Bylo nutné také vyčíslit geometrický průměr vývoje tržeb za minulé sledované období, který vyšel 5,34%.

	Minulost				
Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	498 959	496 297	546 800	580 234	550 349
Tempo růstu tržeb	16,99%	-1,38%	10,72%	6,27%	-5,89%
Průměrné tempo růstu tržeb	5,34%				

Tabulka 12: Analýza vývoje tržeb podniku¹³⁰

Výsledná prognóza růstu tržeb, která vychází z vývoje národní ekonomiky a dalších faktorů, které jsou interně sledovány podnikem je uvedena v Tabulce 13.

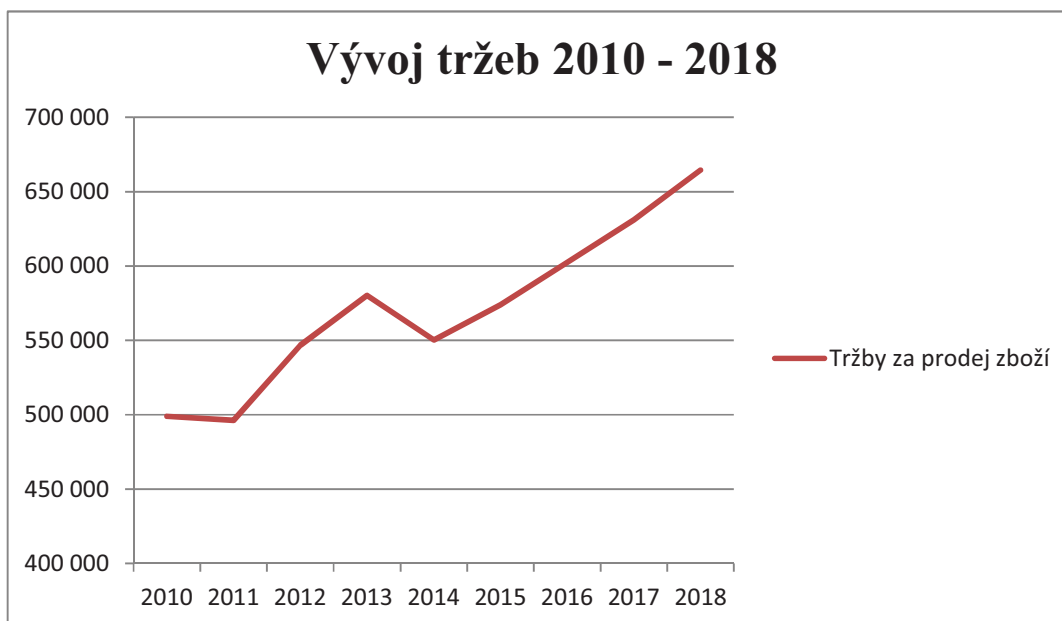
	Výsledná prognóza			
Rok	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	573 959	602 370	631 163	664 489
Korigované tempo růstu tržeb	4,29%	4,95%	4,78%	5,28%
Průměrné tempo růstu tržeb	4,83%			

Tabulka 13: Výsledná prognóza tržeb na období 2015 -2018¹³¹

Celkový vývoj tržeb podniku v minulém období a jeho další budoucí růst je také grafický znázorněn.

¹³⁰ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

¹³¹ Vlastní zpracování



Graf 1: Vývoj tržeb 2010 - 2018

3.2 Finanční analýza a posouzení finančního zdraví

Úlohou finanční analýzy je poskytnutí informací o finančním zdraví podniku – v jakém stavu se nachází k okamžiku ocenění a zda bude podnik schopen pokračovat ve své činnosti i v budoucnu.

K provedení finanční analýzy bude použita horizontální a vertikální analýza účetních výkazů a poměrová analýza jednotlivých ukazatelů.

Informačními zdroji finanční analýzy je hlavně účetní závěrka. Účetní závěrka musí být strukturována dle zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví a musí vycházet z postupů účtování.

Podle § 18 odst. 1 tvoří účetní závěrku v soustavě podvojného účetnictví rozvaha, výkaz zisků a ztrát a příloha. Účetní výkazy podniku PROSEC s.r.o. za posledních 5 let jsou k nahlédnutí v Příloze 1, 2 a 3.

3.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Základním kamenem pro každou finanční analýzu je vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. Na základě těchto analýz bude znázorněn vývoj majetkové a finanční struktury podniku (vertikální analýza) a meziroční vývoj položek účetních výkazů (horizontální analýza).

Vertikální analýza rozvahy

Struktura dlouhodobého majetku ve sledovaném období potvrzuje fakt, že se jedná o kapitálově lehký nevýrobní podnik.

Podíl dlouhodobého majetku na celkovém majetku ve sledovaném období postupně klesá a v roce 2014 klesl na nejnižší hranici 5,3%. Vzhledem k tomu, že se nejedná o výrobní společnost, není snižování dlouhodobých aktiv negativním signálem. Jedním z důvodů celkového poklesu dlouhodobého majetku je pokles ocenitelných práv v dlouhodobém nehmotném majetku, která v roce 2010 tvořila 8,2% majetku podniku a v roce 2014 byla zcela odepsána. Jednalo se o ochrannou známku při prodeji.

Podnik vlastní administrativní budovu, budovu skladu a pozemek, na kterém budovy stojí. Hodnota těchto položek se v časovém horizontu snižuje v důsledku amortizace.

Krátkodobý finanční majetek tvoří vysoký podíl majetku a mohlo by se zdát, že podnik nemá zvládnuto efektivní využití volných finančních prostředků. Není tomu tak, jelikož účet krátkodobého finančního majetku je tvořen několika účty a konkrétně u bankovních účtů podnik eviduje dva zůstatky. Jeden je zůstatek na běžném účtu a druhý je zůstatek na cash poolingovém účtu. Podnik je součástí skupiny odštěpných závodů a dalších entit a aktivně využívá nástroj pro efektivní řízení peněžních toků cash pooling

Cash pooling je nástroj, jehož úkolem je efektivní řízení peněžních toků skupiny spřízněných společností s více účty. Touto metodou dochází k optimalizaci vedení podnikových účtů, díky níž dochází ke konsolidaci zůstatků na podnikových účtech na denní bázi. Všechny zůstatky, ať už kladné nebo záporné, se převádějí na jeden master účet, ze kterého se následně kalkulují úroky.

Poměr krátkodobých pohledávek na celkovém majetku podniku se neustále snižuje a dá se říci, že má podnik dobře zvládnuto řízení pohledávek.

Závazky podniku jsou tvořeny pouze závazky z obchodních vztahů a vytvořenými rezervami. Podnik nečerpá žádný úvěr.

Struktura Aktiv	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	17,3%	12,9%	9,1%	6,2%	5,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	8,2%	4,7%	2,0%	0,2%	0,1%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,1%	8,1%	7,1%	6,0%	5,2%
Pozemky	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%
Stavby	6,9%	5,8%	5,4%	4,6%	4,1%
Samostatné movité věci	1,5%	1,7%	1,0%	0,8%	0,5%
Oběžná aktiva	81,9%	85,7%	90,4%	92,9%	94,2%
Zásoby	16,0%	11,8%	12,3%	9,9%	9,9%
Zboží	16,0%	11,8%	12,3%	9,9%	9,9%
Krátkodobé pohledávky	42,3%	39,2%	38,3%	38,4%	30,1%
Krátkodobý finanční majetek	22,9%	34,8%	39,8%	44,6%	54,1%
Časové rozlišení	0,8%	1,4%	0,5%	1,0%	0,6%
Struktura pasiv	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní capital	70,8%	71,7%	76,0%	76,0%	79,0%
Cizí zdroje	26,8%	24,9%	23,7%	23,2%	20,8%
Rezervy	1,6%	1,1%	0,9%	0,7%	0,7%
Krátkodobé závazky	25,2%	23,8%	22,7%	22,5%	20,1%
Závazky z obchodních vztahů	15,1%	16,1%	12,3%	14,0%	13,2%
Časové rozlišení	2,4%	3,4%	0,4%	0,8%	0,2%

Tabulka 14: Vertikální analýza rozvahy¹³²

¹³² Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

Horizontální analýza rozvahy

Celková bilanční suma má stále rostoucí trend, ale oproti roku 2013 se tempo růstu zpomalilo. Aktiva v roce 2013 vzrostla o 11,5% (38 mil. Kč), v roce minulém však už jen o 7,5% (28 mil. Kč).

Ve sledovaném období dlouhodobý majetek klesá a naopak oběžný majetek, i když v kolísavém tempu, vzrůstá. Pokles dlouhodobého majetku je především z toho důvodu, že stavby a samostatné věci snižují svou hodnotu kvůli amortizaci. Během sledovaného období došlo také k celkovému odpisu dlouhodobého nehmotného majetku podniku a to konkrétně ocenitelných práv.

V roce 2011 podnik investoval do samostatných movitých věcí. Nakoupily se multimediální informační kiosky, které fungují jako marketingový nástroj. Celková investice byla ve výši 966 842,40 Kč.

V roce 2012 podnik nakoupil do budovy klimatizaci FUJITSU ASYG v hodnotě 304 665 Kč. Zároveň byla v tomto roce obnovena fasáda budovy a celková hodnota tohoto technického zhodnocení byla 500 000,- Kč. Z tohoto důvodu v roce 2012 došlo k nárůstu o 1,2% u položky Stavby.

Pozitivní je pokles hodnoty pohledávek v roce 2014 o 15,22% (21 mil. Kč), což značí fakt, že odběratelé hradí své závazky vůči podniku a vznik nedobytných pohledávek je eliminován.

K výraznému nárůstu došlo u krátkodobého finančního majetku, celkově o 151,10%. Jak již bylo zmíněno, podnik své volné peněžní prostředky převádí na hlavní účet cash pooling, které jako odštěpný závod využívá v rámci skupiny.

Před tím než bude provedena analýza pasiv, je vhodné porovnat aktiva s výkazem zisků a ztráty. Platí, že tempo růstu výnosů by mělo být rychlejší než tempo růstu aktiv. Po porovnání tempa růstu tržeb a tempa růstu aktiv bylo zjištěno, že kromě roku 2012, kdy tržby vzrostly o 1,9% , je tempo růstu aktiv rychlejší než tempo růstu tržeb.

Vlastní kapitál se neustále zvyšuje a v roce 2014 bylo jeho tempo růstu 11,7% (33 mil. Kč). Vzhledem k tomu, že se jedná o odštěpný závod, účtuje podnik pouze o vlastním kapitálu, který se skládá z výsledku hospodaření minulých let a z výsledku hospodaření za běžné účetní období.

Krátkodobé závazky v posledním sledovaném roce poklesly o 4,1% (3,4 mil. Kč), což je pro podnik pozitivní údaj. Po bližším zkoumání je však zjištěno, že závazky z obchodních vztahů klesly pouze o 0,9% (474 tis. Kč) a největší pokles byl zaznamenán na dohadných účtech pasivních.

Tempa růstu aktivních položek	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	13,2%	8,3%	11,5%	7,5%
Dlouhodobý majetek	-15,9%	-23,3%	-24,4%	-8,6%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-34,5%	-53,7%	-91,6%	-35,1%
Dlouhodobý hmotný majetek	0,8%	-5,6%	-5,3%	-7,9%
Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stavby	-4,8%	1,8%	-5,3%	-4,4%
Samostatné movité věci	27,6%	-33,9%	-8,3%	-32,6%
Oběžná aktiva	18,5%	14,3%	14,5%	9,0%
Zásoby	-16,7%	13,2%	-10,2%	7,2%
Zboží	-16,7%	13,2%	-10,2%	7,2%
Krátkodobé pohledávky	4,7%	6,0%	11,8%	-15,7%
Krátkodobý finanční majetek	71,8%	23,9%	24,8%	30,6%
Časové rozlišení	107,7%	-64,6%	137,4%	-34,0%
Tempa růstu pasivních položek	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	13,2%	8,3%	11,5%	7,5%
Vlastní capital	14,7%	14,8%	11,6%	11,7%
Cizí zdroje	5,2%	2,9%	9,5%	-3,8%
Rezervy	-19,6%	-13,0%	-13,8%	6,6%
Krátkodobé závazky	6,8%	3,7%	10,4%	-4,1%
z toho: Závazky z obchodních vztahů	20,9%	-17,5%	27,7%	0,9%
Časové rozlišení	57,9%	-88,2%	135,2%	-72,8%

Tabulka 15: Horizontální analýza rozvahy¹³³

¹³³ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

Vertikální analýza výsledovky

Poměr nákladů a obchodní marže se po celé období pohyboval v poměru zhruba 70/30. V posledním roce však byly 73%, obchodní marže klesla na 26,9%. Vzhledem k tomu, že výkonová spotřeba byla za celé sledované období v tomto roce nejnižší a to 5,1%, tak přidaná hodnota oproti předešlému období neklesla, ale ještě se 0,5% zvýšila.

Provozní výsledek byl v roce 2010 8,6% a podíl na tom měl prodej majetku v roce 2010, kdy byl v hodnotě 9,5 mil. Kč. Jednalo se o prodej budovy a pozemku v Praze, kde do té doby byla zřízena pobočka podniku. Od roku 2011 se prostory pro pobočku pronajímají v komerční budově na Chodově.

Zároveň došlo k rozpuštění rezerv a opravných položek v provozní činnosti.

Položka	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady vynaložené na prodané zboží	68,1%	68,0%	70,5%	73,3%	73,1%
Obchodní marže	31,9%	32,0%	29,5%	26,7%	26,9%
Výkonová spotřeba	6,6%	7,2%	5,7%	5,4%	5,1%
Přidaná hodnota	25,3%	24,8%	23,8%	21,3%	21,8%
Osobní náklady	15,7%	15,0%	14,4%	13,6%	14,3%
Daně a poplatky	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odpisy	2,0%	2,0%	1,8%	1,5%	0,4%
Zisk z prodeje dlouhodobého majetku	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Změna stavu rezerv a opravných položek	-0,6%	0,3%	0,0%	0,6%	-0,3%
Provozní výsledek hospodaření	8,6%	7,6%	7,7%	5,6%	7,4%
Finanční výsledek hospodaření	-0,1%	-0,6%	-0,4%	0,6%	0,0%
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,6%	1,3%	1,4%	1,2%	1,4%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	6,9%	5,7%	5,9%	5,0%	6,0%
Výsledek hospodaření za účetní období	6,9%	5,7%	5,9%	5,0%	6,0%
Výsledek hospodaření před zdaněním	8,5%	7,0%	7,3%	6,2%	7,4%

Tabulka 16: Vertikální analýza výsledovky¹³⁴

Nejvyšší výsledek hospodaření byl v roce 2010, který byl však do jisté míry ovlivněn prodejem dlouhodobého majetku a rozpuštěním rezerv. V roce 2012 podnik neprodával

¹³⁴ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

žádný majetek, ani nerozpouštěl rezervy a i přes to byl výsledek hospodaření na úrovni 5,9% a lze říci, že pro podnik byl rok 2012 z celého sledované období nejúspěšnější.

Horizontální analýza výsledovky

Výsledek hospodaření za běžnou činnost v roce 2014 vzrostl o 13,1% (3,8 mil. Kč), což je pro podnik velmi příznivé, vzhledem k tomu, že v roce 2013 došlo k poklesu o 10% (3,2 mil. Kč).

S tímto nárůstem souvisí i pozitivní nárůst v provozním výsledku hospodaření o 24,1% (7,9 mil. Kč), který podniku dává smysl jeho existence.

Tržby za prodej zboží jsou v posledním roce poněkud nižší a to konkrétně o 5,2% (30 mil. Kč). Zároveň ale poklesly i náklady vynaložené na prodané zboží a výkonová spotřeba.

Položka	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	-0,5%	10,2%	6,1%	-5,2%
Náklady vynaložené na prodané zboží	-0,7%	14,3%	10,3%	-5,4%
Obchodní marže	-0,1%	1,4%	-3,8%	-4,4%
Výkonová spotřeba	9,0%	-12,8%	1,5%	-11,0%
Přidaná hodnota	-2,4%	5,5%	-5,1%	-2,8%
Osobní náklady	-4,4%	5,4%	0,3%	-0,2%
Daně a poplatky	-69,0%	-217,5%	-169,6%	-3,9%
Odpisy	-2,9%	-0,1%	-12,2%	-74,5%
Změna stavu rezerv a opravných položek	-41,6%	-1,2%	-21025,0%	-42,8%
Provozní výsledek hospodaření	-12,4%	11,9%	-22,2%	24,1%
Výnosové úroky	282,0%	169,1%	-79,1%	-71,0%
Finanční výsledek hospodaření	481,1%	-32,4%	-273,7%	-93,9%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-18,1%	15,5%	-10,0%	13,1%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-18,1%	15,5%	-10,0%	13,1%
Výsledek hospodaření za účetní období	-18,1%	15,5%	-10,0%	13,1%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-18,1%	15,5%	-10,0%	13,1%

Tabulka 17: Horizontální analýza výsledovky¹³⁵

¹³⁵ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

Pokles výsledku hospodaření v roce 2011 byl dán vyšším výsledkem hospodaření v roce 2010, který byl ovlivněn prodejem majetku a rozpuštěním rezerv. K navýšení rezerv a opravných položek došlo v roce 2013 a v absolutní hodnotě se jednalo o částku 3,4 mil.

3.2.2 Poměrová analýza

Poměrová analýza dává do poměru dílčí položky výkazů vzájemně mezi sebou a dělí se do několika skupin ukazatelů.

Ukazatele rentability

Prvním zkoumaným ukazatelem je rentabilita celkových aktiv ROA, která ukazuje, jak dobře podnik hospodaří se svými aktivy. Ve sledovaném období má ROA spíš klesající trend ale i přes to se hodnota drží kolem 10%, což může podnik brát jako pozitivní. Na další případný pokles by vedení podniku jistě včas zareagovalo.

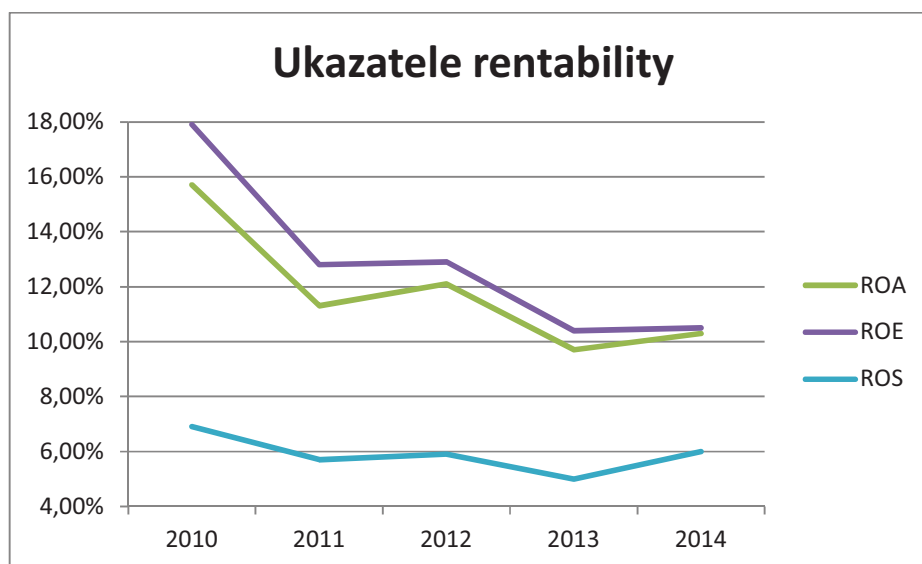
Ukazatel ROE, rentabilita vlastního kapitálu vyhodnocuje, kolik procent zisku je generováno z jedné koruny vloženého vlastního kapitálu. U tohoto ukazatele se uvádí, že by se měl pohybovat výše než úroková míra bezrizikových cenných papírů. Pro srovnání je použita výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA, která k 31. 12. 2014 činila 2,17%.¹³⁶

Posledním použitým ukazatelem je rentabilita tržeb ROS a díky ní je zjištěno, kolik procent zisku je generováno jednou korunou tržeb. Ve sledovaném období je oscilace rentability tržeb okolo 1% a v roce 2014 se trend začíná zvyšovat a přibližovat historicky nejvyšší hodnotě z roku 2010.

¹³⁶ DAMODARAN ONLINE. *Updated data*

Ukazatele rentability		2010	2011	2012	2013	2014
ROA	EBIT/A	15,7%	11,3%	12,1%	9,7%	10,3%
ROE	EAT/VK	17,9%	12,8%	12,9%	10,4%	10,5%
ROS	EAT/T	6,9%	5,7%	5,9%	5,0%	6,0%

Tabulka 18: Ukazatele rentability¹³⁷



Graf 2: Ukazatele rentability – vývoj¹³⁸

Ukazatele aktivity

V obratu aktiv došlo v roce 2013 k mírnému poklesu, který pokračoval až do roku 2014. Došlo k tomu z toho důvodu, že tržby podniku v těchto letech lehce poklesly, ale naopak aktiva vzrostla.

Doba inkasa pohledávek je průměrný počet dní, po které jsou zákazníci podniku dlužní, tzn. počet dní mezi prodejem zboží a dnem inkasa peněz. V roce 2013 se počet dní zvýšil a v porovnání s rokem 2010 došlo k prodloužení doby mezi prodejem a inkasem téměř o 6 dnů. Rok 2014 však přinesl pozitivní změnu a to snížení na 79 dnů.

¹³⁷ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

¹³⁸ Vlastní zpracování

Od roku 2010 doba úhrady krátkodobých závazků kolísavě stoupá a v roce 2014 byla 44,4 dní, což je pro podnik pozitivní, jelikož dodavatelé navyšují lhůtu pro úhradu závazků.

Ukazatele aktivity		2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktiv	T/A	1,8	1,6	1,7	1,6	1,4
Obrat zásob	T/Z	11,5	13,8	13,4	15,9	14,0
Doba obratu aktiv	A/(T/365)	197,5	224,8	221,0	232,3	263,3
Doba obratu zásob	Zás/(T/365)	46,4	38,9	38,6	31,4	35,6
Doba inkasa pohledávek	Pohl/(T/365)	83,6	88,0	84,7	89,2	79,3
Doba úhrady krátk.závazků	KZ/(T/365)	39,8	48,1	35,5	41,4	44,4

Tabulka 19: Ukazatele aktivity¹³⁹

Ukazatele finanční rovnováhy

Podnik neoperuje s úročeným cizím kapitálem a podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech Equity Ratio (Koeficient samofinancování) se každým rokem zvyšuje a v roce 2014 dosáhl nejvyšší hodnoty za celé sledované období a to 79%.

Naopak podíl cizích zdrojů Debt Ratio I (Celková zadluženost) tvoří cizí zdroje, ale z vertikální analýzy pasiv je již známo, že se nejedná o majetek, který je explicitně úročený, ale že se jedná především o krátkodobé závazky a rezervy. Tento ukazatel klesá souběžně s nárůstem Equity Ratio a v roce 2014 je jeho hodnota 20,8%.

Dále je v Tabulce 20 uvedena modifikace původního Debt Ratio, když se k cizím zdrojům přičtou i ostatní pohledávky a tím se do ukazatele dostane i časové rozlišení.

Pro doplnění je uveden i podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu Debt Equity Ratio (Koeficient zadluženosti). Tento podíl má taktéž klesající tendenci a v roce 2014 byl v hodnotě 26,3%.

¹³⁹ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

Ukazatele zadluženosti		2010	2011	2012	2013	2014
Equity Ratio	VK/AKT	70,8%	71,7%	76,0%	76,0%	79,0%
Debt Ratio I	CZ/AKT	26,8%	24,9%	23,7%	23,2%	20,8%
Debt Ratio II	CZ+OP/AKT	29,2%	28,3%	24,0%	24,0%	21,0%
Debt Equity Ratio	CZ/VK	37,9%	34,7%	31,1%	30,6%	26,3%

Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti¹⁴⁰

Ukazatele likvidity

Analýza likvidity podniku je přínosná v tom, že vypovídá o schopnosti podniku dostát svým závazkům včas a v plné výši a hodnotí, jaká je solventnost a likvidita podniku.

Prvním ukazatelem je běžná likvidita, která porovnává velikost oběžných aktiv a krátkodobých závazků a vyčíslí, kolikrát je podnik schopen uspokojit závazky svých věřitelů, pokud by všechna oběžná aktiva přeměnil na peněžní prostředky. Doporučená hodnota se uvádí kolem 1,5 – 2,5. Z Tabulky 21 je jasné, že podnik s likviditou problém v minulosti neměl a zřejmě mít v blízkých letech ani nebude, jelikož hodnota tohoto ukazatele má rostoucí vývoj. V roce 2014 byla hodnota běžné likvidity 4,69, což znamená, že podnik je schopen svým oběžným majetkem uspokojit všechny své věřitele 4,69 krát.

Pohotová a okamžitá likvidita již zahrnuje pouze likvidnější část skupiny aktiv. Doporučené rozmezí u pohotové likvidity je 0,7 – 1,2 a u okamžité likvidity 0,2 - 0,5. Pohotová likvidita je stejně jako likvidita běžná nad doporučeným rozmezím a v roce 2014 dokonce dosáhla hodnoty 4,20.

Okamžitá likvidita porovnává podíl krátkodobého finančního majetku s krátkodobými závazky a v literaturách se často uvádí, že ideální výše okamžité likvidity je zhruba 15-20% hodnoty krátkodobých závazků. Z výpočtu vidíme, že podnik má peněžních prostředků více než je na provoz nutné, ale jak již bylo řečeno, je to z toho důvodu, že eviduje dva zůstatky na bankovních účtech a to na běžném a na cash poolingovém. Pro potřeby ocenění se však bude vycházet pouze z provozně nutných peněžních prostředků.

¹⁴⁰ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

Ukazatel		2010	2011	2012	2013	2014
Likvidita	Výpočet					
Okamžitá likvidita	Kr.fin.maj./(kr. závazky + krát. bú)	0,91	1,46	1,75	1,98	2,70
Pohotová likvidita	OA-zásoby/(krátk. závazky + krát. bú)	2,59	3,11	3,44	3,69	4,20
Běžná likvidita	OA/krátk. závazky + krát. Bú	3,25	3,61	3,98	4,13	4,69

Tabulka 21: Ukazatele likvidity¹⁴¹

3.3 SWOT analýza

Shrnutí strategické a finanční analýzy je SWOT analýza. Poukazuje na silné a slabé stránky vnitřního prostředí podniku a na příležitosti a hrozby, které na podnik působí z vnějšího prostředí.

První hlavní silnou stránkou podniku je široké portfolio výrobků. Díky široké škále nabízeného sortimentu je podnik schopen nabídnout několik variant řešení. Pro zákazníky jsou pořádána pravidelná školení, servis zboží a další podpůrné služby.

Proškolování jsou i techničtí pracovníci a úroveň technické podpory se neustále zvyšuje. Vedení podniku a jeho obchodníci dbají na pravidelný kontakt se zákazníky a péči o ně. Marketingové akce napomáhají udržovat dobré vztahy se zákazníky. Zákazníci mají také možnost si celý sortiment produktů prohlédnout na webovém katalogu, kde si zboží lze i objednat.

Díky zázemí mateřské společnosti má podnik více možností k expanzi na evropské trhy a rozšíření portfolia svých zákazníků. Podnik má všechny předpoklady k tomu, aby dál maximalizoval svou hodnotu.

Z toho důvodu, že ne všichni zaměstnanci ovládají plynule komunikace v anglickém jazyce, je jazyková bariéra stále ještě slabou stránkou. Je však třeba dodat, že vedení podniku a obchodníci zaměřeni na export mají jazykové vybavení na velmi vysoké úrovni.

¹⁴¹ Vlastní zpracování dle výkazů podniku PROSEC s.r.o.

Vzhledem k širokému portfoliu produktů podnik musí dbát na řízení zásob a některé speciální zásoby neskladuje. Může se tak stát, že zákazník bude muset čekat na dodání zboží několik dnů až týdnů.

Podnik na trhu není sám a je jisté, že velká část potenciálních zákazníků odebírá zboží od konkurence. Pokud podnik nabídne potenciálním zákazníkům lepší podmínky, než jim nabízí konkurence, existuje velká šance pro to, aby se zákazník od konkurence přesunul do podniku.

S - Silné stránky	W - Slabé stránky
Velké portfolio nabízených produktů - více než 5000 výrobků (SA)	Jazyková bariéra (SA)
Distribuce zboží s kompletním servisem a zaškolením (SA)	Delší dodací lhůta u specifických produktů (SA)
Vysoká úroveň technické podpory (SA)	Rezervy při aktivním vyhledávání nových zákazníků (SA)
Každoroční "Road Show" pro zákazníky po celé ČR (SA)	
E-shop (SA)	
Silné zázemí mateřské společnosti (SA)	
Export výrobků na evropské trhy (SA)	
Finanční stabilita podniku (FA)	
Maximalizace hodnoty podniku - každý rok generuje zisk (FA)	
23 letá tradice působení na českém trhu (SA)	
Stabilní portfolio zákazníků (SA)	
Majoritní postavení na českém trhu (SA)	
O – Příležitosti	T – Hrozby
Možnost expanze na evropské trhy (SA)	Stagnace stavebního průmyslu (SA)
Nárůst poptávky z důvodu růstu národní ekonomiky (SA)	Legislativní změny výše daní, minimální mzdy (SA)
Poskytování lepších podmínek oproti konkurenci (SA)	Vstup nového velkého konkurenta na trh (SA)
	Zvýšení cen vstupů - energie, nákupní ceny (SA)

Tabulka 22: SWOT analýza¹⁴²

¹⁴² Vlastní zpracování

3.4 Analýza hlavních generátorů hodnoty

3.4.1 Vymezení provozně potřebných a nepotřebných aktiv

Pro správné určení generátorů hodnoty je vhodné analyzovat majetek podniku a rozdělit ho na provozně potřebný a nepotřebný.

Podnik vlastní pozemek, na kterém stojí administrativní budova, budova servisu a skladu a parkoviště. Všechn tento majetek je potřebný pro vykonávání hlavní činnosti a s podnikáním souvisí. Jak již bylo zmíněno ve vertikální analýze rozvahy, podnik má velké množství peněžních prostředků, i když s nimi dále pracuje efektivně. Podnik potřebuje pro základní podnikatelskou činnost aktiva v určité velikosti. Pro potřeby určení generátorů hodnoty byly peněžní prostředky přepočítány a sníženy na provozně nutnou likviditu v hodnotě 0,15 (15% z hodnoty z krátkodobých závazků).¹⁴³

Položka	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý nehmotný majetek	22 111	14 474	6 701	562	365
Dlouhodobý hmotný majetek	24 689	24 889	23 485	22 245	20 488
Dlouhodobý majetek provozně nutný	46 800	39 363	30 186	22 807	20 853
Zásoby	43 228	35 993	40 742	36 588	39 211
Pohledávky	114 292	119 686	126 858	141 842	119 642
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	2 026	4 209	1 492	3 542	2 339
Krátkodobé závazky	68 019	72 615	75 296	83 139	79 740
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	6 549	10 343	1 218	2 865	780
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	61 915	106 376	131 850	164 579	214 984
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,91	1,46	1,75	1,98	2,70
Provozně nutná likvidita	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Provozně nepotřebné peníze	51 712	95 484	120 555	152 108	203 023
Provozně nutné peníze	10 203	10 892	11 294	12 471	11 961
Pracovní kapitál provozně nutný	95 181	87 822	103 872	108 439	92 633
Investovaný kapitál provozně nutný	141 981	127 185	134 058	131 246	113 486

Tabulka 23: Propočet provozně nutného majetku (v tis. Kč)¹⁴⁴

Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění je 203 023 tis. Kč.

¹⁴³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 121

¹⁴⁴ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 124

Dále je nutné vyčíslit korigovaný provozní výsledek hospodaření, tedy takový výsledek hospodaření, který vychází z hlavního účelu podnikání. Byly tedy vyloučeny výsledky hospodaření z prodeje majetku.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	42 788	37 480	41 937	32 644	40 511
Vyloučení VH z prodeje majetku	-1 757	-1	-46	-43	-62
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	41 031	37 479	41 891	32 601	40 449

Tabulka 24: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)¹⁴⁵

3.4.2 Prognóza tržeb

Prognóza tržeb byla provedena ve strategické analýze. Byla provedena lineární regresní analýza s použitím dvou proměnných a to HDP a inflace. Prognóza na základě stanoveného modelu byla dále korigována v souladu s interními plány a analýzami.

	Rok	Celkové tržby	Tempo růstu	Průměrné tempo růstu
Skutečnost	2010	498 959	16,99%	5,34%
	2011	496 297	-1,38%	
	2012	546 800	10,72%	
	2013	580 234	6,27%	
	2014	550 349	-5,89%	
Prognóza	2015	573 959	4,29%	4,83%
	2016	602 370	4,95%	
	2017	631 163	4,78%	
	2018	664 489	5,28%	

Tabulka 25: Prognóza tržeb¹⁴⁶

¹⁴⁵ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 124

¹⁴⁶ Vlastní zpracování dle analýz podniku

3.4.3 Analýza a prognóza ziskové marže

Dalším krokem je analýza ziskové marže, která vychází z historických dat z účetních výkazů podniku. Analýza bude provedena shora i zdola. Dosavadní vývoj provozní ziskové marže je počítán jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření k tržbám a základních vnitřních faktorů, které ji ovlivňovaly. Plán vychází ze strategické analýzy.

Zisková marže shora	Minulost					Plán			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH před odpisy (v tis. Kč)	51 001	47 164	51 568	41 100	42 613	44 751	48 171	50 473	53 138
Průměrné tempo růstu	2,50%					5,70%			
Zisková marže	10,22%	9,50%	9,43%	7,08%	7,74%	7,80%	8,00%	8,00%	8,00%
Průměr	8,80%					7,95%			

Tabulka 26: Prognóza ziskové marže shora¹⁴⁷

Korigovaný provozní výsledek hospodaření KVPH byl již propočten (při rozdělení majetku na provozně potřebná a nepotřebná) a zde je vyčíslen před odpisy.

V letech 2010-2014 měla zisková marže tendenci k poklesu. V roce 2014 byl však zaznamenán opětovný mírný nárůst a lze předpokládat, že vzhledem k informacím ze strategické analýzy, kdy vedení podniku neustále pracuje na zvýšení konkurenceschopnosti, do které patří i vyjednávání lepších podmínek s dodavateli a ještě větší péči o zákazníky, lze očekávat, že vzroste i v roce 2015 a 2016.

Do roku 2018 je zisková marže prognózovaná již ve stabilní výši. Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro budoucí roky je dopočten z prognózované marže a tržeb.

V prognóze ziskové marže zdola byly jednotlivé položky sladěny s plánem.

¹⁴⁷ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 139

Analýza ziskové marže zdola	Minulost					Plán			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (v tis. Kč)	498 959	496 297	546 800	580 234	550 349	573 959	602 370	631 163	664 489
Roční tempo růstu	17%	-0,50%	10,20%	6,10%	-5,20%	4,30%	5,00%	4,80%	5,30%
Průměrné tempo růstu	5,52%					4,83%			
Podíly z tržeb									
Obchodní marže	31,89%	32,04%	29,49%	26,73%	26,93%	26,93%	27,00%	27,00%	27,00%
Přidaná hodnota	25,33%	24,84%	23,79%	21,28%	21,82%	22,32%	22,02%	22,02%	22,02%
Osobní náklady	15,65%	15,05%	14,39%	13,60%	14,32%	14,50%	14,00%	14,00%	14,00%
Daně a poplatky	0,08%	0,03%	-0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Ostatní provozní položky	-0,63%	0,26%	0,00%	0,58%	-0,26%	0,00%	0,00%	0,00%	0
Nákl. Na prodané zboží	339 829	337 304	385 544	425 138	402 142	419 373	439 730	460 749	485 077
Podíl z tržeb	68,11%	67,96%	70,51%	73,27%	73,07%	73,07%	73,00%	73,00%	73,00%
Roční tempo růstu		-0,74%	14,30%	10,27%	-5,41%	4,28%	4,85%	4,78%	5,28%
Průměrné tempo růstu		4,30%					4,80%		
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	32 763	35 715	31 157	31 611	28 138	26 479	29 998	31 432	33 092
Podíl z tržeb	6,57%	7,20%	5,70%	5,45%	5,11%	4,61%	4,98%	4,98%	4,98%
Roční tempo růstu		9,01%	12,76%	1,46%	10,99%	-5,90%	13,29%	4,78%	5,28%
Průměrné tempo růstu		-3,70%					4,10%		
Průměrná inflace		2,70%					1,40%		
Osobní náklady (tis. Kč)	78 094	74 684	78 695	78 918	78 798	83 224	84 332	88 363	93 028
Roční tempo růstu		-4,37%	5,37%	0,28%	-0,15%	5,62%	1,33%	4,78%	5,28%
Průměrné tempo růstu		0,20%					4,20%		
Korigovaný provozní zisk před odpisy	51 001	47 164	51 568	41 100	42 613	44 751	48 171	50 473	53 138
Zisková marže z KPZ před odpisy dopočítaná	10,22%	9,50%	9,43%	7,08%	7,74%	7,80%	8,00%	8,00%	8,00%

Tabulka 27: Analýza a prognóza ziskové marže zdola¹⁴⁸

¹⁴⁸ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 140

V budoucnu se nepředpokládá žádná velká změna v nákupních podmínkách a proto obchodní marže a náklady na prodané zboží zůstanou v poměru na stejné úrovni jako doposud.

Výkonová spotřeba poroste v příštích letech o něco pomaleji než tržby, ale téměř o 3% rychleji než je prognóza tempa růstu inflace. Podíl výkonové spotřeby na tržbách tedy mírně klesne a podíl přidané hodnoty se v důsledku toho zvýší oproti současnosti (v malé míře).

Prognóza nárůstu osobních nákladů vycházela z prognózy růstu inflace a hlavně z tempa růstu tržeb. Obě tyto položky přímo ovlivňují navyšování osobních nákladů v podniku. Výsledná prognóza osobních nákladů je na skoro stejné úrovni, jako je tempo růstu tržeb.

Po sladění prognózy shora a zdola byly získány stejné prognózy korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi jako u prognózy shora.

Hodnoty v tabulce byly převzaty z Excelu a z důvodu zaokrouhlení propočty vytvořené pouze na základě těchto dat nemusí být zcela přesné.

3.4.4 Analýza a prognóza pracovního kapitálu

Při analýze a prognóze pracovního kapitálu je vycházeno z tzv. upraveného pracovního kapitálu, který se skládá ze zásob, pohledávek, neúročených závazků a časového rozlišení aktivním a pasivních účtů.

Doba obratu ve dnech	Minulost					Plán			
(vztaženo k tržbám)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	31,6	26,5	27,2	23,0	26,0	25,0	24,0	23,0	23,0
Pohledávky	84,9	88,0	84,7	89,2	79,3	79,0	79,0	78,0	78,0
Krátkodobé závazky	49,8	53,4	50,3	52,3	52,9	53,0	54,0	55,0	55,0

Tabulka 28: Doba obratu z tržeb¹⁴⁹

¹⁴⁹ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 142

Při prognóze velikosti zásob, pohledávek a krátkodobých závazků je výchozí analýza doby obratu ve dnech z minulého období, které je vztaženo k tržbám.

Doba obratu zásob za poslední sledované období postupně klesala a v tomto trendu chce podnik pokračovat i nadále. Jedním z mnoha faktorů, které se v podniku každodenně sledují je aktuální stav všech zásob a struktura zásob. Ke všemu dopomáhají dlouhodobé obchodní vztahy s dodavateli, kteří podniku nabízejí výhodné podmínky. Jedině tak je docíleno (a podniku se to již také několik let úspěšně daří), že hodnota zásob klesá, i když tržby stoupají. Jedná se o velkou konkurenční výhodu podniku, která napomáhá optimalizovat náklady.

Tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	43 228	35 993	40 742	36 588	39 211	39 312	39 608	39 772	41 872
Pohledávky	116 082	119 686	126 858	141 842	119 642	124 227	130 376	134 879	142 000
Peněžní prostředky provozně nutné	10 203	10 892	11 294	12 471	11 961	12 501	13 368	14 266	15 019
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	2 026	4 209	1 492	3 542	2 339	2 339	2 339	2 339	2 339
Krátkodobé závazky	68 019	72 615	75 296	83 139	79 740	83 342	89 118	95 107	100 128
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	6 549	10 343	1 218	2 865	780	780	780	780	780
Upravený pracovní kapitál	96 971	87 822	103 872	108 439	92 633	94 257	95 793	95 369	100 322
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.	-8,4%					6,7%			

Tabulka 29: Analýza a prognóza pracovního kapitálu¹⁵⁰

V roce 2014 došlo k výraznému snížení doby obratu pohledávek. Doba obratu meziročně klesla téměř o 10 dní. Podnik očekává další pokles pohledávek, už však v ne tak rychlém tempu. V průběhu příštích čtyř let se očekává snížení na 78 dní.

¹⁵⁰ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 142

Vzhledem ke stále výhodnějším obchodním podmínkám se očekává nárůst doby obratu závazků na 55 dní. Provozně nutná likvidita na prognózované období byla stanovena na hodnotu 15% krátkodobých závazků. Hodnota provozně nutných peněz vychází z propočtů v rozdělení majetku. Časové rozlišení aktivní a pasivní je prognózováno ve stejné výši jako v roce 2014.

Průměrný koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu K_{WC} je stanoven jako podíl přírůstku pracovního kapitálu v období 2015-2018 a přírůstku tržeb v období 2015-2018.

V minulosti byl tento koeficient -8,4% a pro budoucí období činí 6,7%, protože se zvýší hodnota všech položek pracovního kapitálu, které vycházejí z tržeb, které se budou v následujícím období neustále zvyšovat.

3.4.5 Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku

Při určování investiční náročnosti na období 2015-2018 bude nejprve vypočten minulý koeficient náročnosti a na základě jeho analýzy bude rozhodnuto o dalším postupu.

V Tabulce 30 jsou uvedeny souhrnné výsledky, které vychází z komplexní analýzy minulého koeficientu náročnosti, jeho propočet je uveden v Příloze 4.

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2010-2014 (v tis. Kč)
Nehmotný majetek	-42,3%	-48 281
Stavby	-4,5%	-5 136
Samostatné movité věci	-3,7%	-4 223
Celkem	-50,5%	-57 641

Tabulka 30: Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice do DM 2010-2014¹⁵¹

Záporný koeficient vyšel z toho důvodu, že se vychází z koeficientu netto, který zachycuje změnu stavu majetku. Vzhledem k tomu, že podnik v minulém období nijak výrazně neinvestoval, je zde zachycen jen stav majetku ponížený o odpisy.

¹⁵¹ Vlastní zpracování

Z toho důvodu, že pro budoucí období 2015-2018 jsou v plánu jisté investice, není možné z tohoto postupu vycházet. Proto bylo požádáno o konzultaci s finanční ředitelkou podniku, která poskytla informace o budoucích investicích. Na základě těchto informací byl vypočten koeficient náročnosti pro budoucí období 2015-2018.

Majetek	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2015-2018 (v tis. Kč)
Nehmotný majetek	800
Stavby	5 000
Samostatné movité věci	500
Celkem	6 300

Tabulka 31: Odhad investic netto pro růst tržeb dle podnikového managementu¹⁵²

Výsledný koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku je pak určen jako podíl celkových investic netto na plánovaném přírůstku tržeb, který je 114 140 tis. Kč.

$$K_{wc} = \frac{\text{investice netto do provozně nutného dl. majetku}}{\Delta \text{Tržby}} = \frac{6\,300}{114\,140} = 5,52\%$$

Po finálním stanovení investiční náročnosti byl sestaven plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů. Celková výše investic byly u jednotlivých položek majetku pro období 2015-2018 rozdělena rovnoměrně. Dále se předpokládá, že nové investice budou pořízeny vždy před koncem roku a jsou odepisovány od roku následujícího po pořízení. Průměrná doba odepisování je u nehmotného majetku 4 roky, u staveb 30 let a u samostatných movitých věcí 6 let. Kompletní sestavní plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů je k nahlédnutí v Příloze 5.

Sestavení plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů je nutné následné vyčíslení celkových odpisů. Hodnota odpisů je souhrn všech odpisů – jak stávajícího, kdy se odpisy počítají ze zůstatkové hodnoty, tak nově pořízeného majetku.

¹⁵² Vlastní zpracování

	2014	2015	2016	2017	2018	Celkem
Odpisy	2 163	2 163	2 495	1 804	2 018	
Zůstatková hodnota	20 853	22 428	24 003	25 578	27 153	
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	-1 954	1 575	1 575	1 575	1 575	6 300
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	209	3 738	4 070	3 379	3 593	14 780

Tabulka 32: Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku¹⁵³

3.4.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Pokud je již známá prognóza investic a odpisů, je možné dopočítat korigovaný provozní zisk po odpisech a dani. Daňová sazba se pro celé budoucí období předpokládá ve výši 19%.

	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH po odpisech a dani	32 764	34 496	36 997	39 422	41 407
Zisková marže z KPVH po odpisech a dani	5,95%	6,01%	6,14%	6,25%	6,23%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	19,4%	6,0%			
Investovaný kapitál provozně nutný	113 486	116 685	119 796	120 947	127 475
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	4,19	5,06	5,16	5,27	5,49
Rentabilita investovaného kapitálu	24,96%	30,40%	31,71%	32,91%	34,24%

Tabulka 33: Analýza provozně nutného investovaného kapitálu¹⁵⁴

Pokud se vezmou v úvahu náklady na vlastní kapitál, které byly stanoveny na úrovni zhruba 10%, je výše rentability velmi pozitivní a přijatelná.

3.4.7 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Pokud jsou již známy generátory hodnoty, lze přistoupit k prvnímu předběžnému ocenění podniku. Předběžné ocenění bude provedeno v několika variantách s následnou analýzou citlivosti na změnu rozpětí hlavních proměnných.

Souhrnný výpočet ziskové marže po odpisech a po dani je uveden v následující tabulce.

¹⁵³ Vlastní zpracování

¹⁵⁴ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 146

	2015	2016	2017	2018
Zisková marže před odpisy	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%
Podíl odpisů na tržbách	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Zisková marže po odpisech	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%
Zisková marže po dani	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%

Tabulka 34: Rekapitulace výpočtu ziskové marže po dani¹⁵⁵

Dále jsou již známy koeficienty investiční náročnosti.

Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do dl. majetku: $K_{DMn} = 5,5\%$

Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do prac. kapitálu: $K_{WC} = 6,7\%$

Pro výpočet budou vypočtené hodnoty generátoru zaokrouhleny a použity do rovnice za předpokladu, že se na této úrovni udrží v průměru do nekonečna. Dále bude přidán pesimistický a optimistický odhad, opět za předpokladu stabilního nekonečného trvání.

V posledním skutečném roce 2014 byla hodnota tržeb přibližně 550 mil. Kč a s touto hodnotou se bude dále počítat. Všechny známé hodnoty budou dosazeny do Rovnice 4. Jedná se o ocenění, které je založeno na principu peněžních toků.

Generátor hodnoty	Označení	Varianta		
		Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	G	4,5%	5,0%	5,5%
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZPx}	5,8%	6,0%	6,2%
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst pracovního kapitálu	k_{WC}	7,5%	7,0%	6,5%
- růst dlouhodobého majetku	k_{DMn}	6,0%	5,5%	5,0%
- investice netto celkem		13,5%	12,5%	11,5%
Kalkulovaná úroková míra	i_k	11,0%	9,0%	9,0%
Hodnota podniku brutto (mil. Kč)		461	780	928

Tabulka 35: Předběžné ocenění podniku¹⁵⁶

Střední hodnota podniku brutto na základě předběžného ocenění je 780 mil. Kč.

¹⁵⁵ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 148

¹⁵⁶ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 148

Tempo růstu tržeb se však může měnit a vzhledem k tomu, že se jedná o hlavní proměnnou, je vhodné zpracovat i analýzu citlivosti. V analýze citlivosti se bude měnit rozpětí hlavní proměnné g a to v rozmezí od 3% do 7%. Analýza citlivosti je zpracována pro střední variantu.

Analýza citlivosti:					
G	3%	4%	5%	6%	7%
Hodnota podniku brutto	532	631	780	1029	1525
Odchylka od základní hodnoty	-32%	-19%	0%	32%	95%

Tabulka 36: Analýza citlivosti střední varianty ocenění podniku¹⁵⁷

Tímto postupem je získán výchozí orientační odhad ocenění, který však napomáhá k základní představě o rámci, ve kterém by se výnosové ocenění mělo pohybovat a o tom, jak na něj působí základní generátory hodnoty.¹⁵⁸

3.5 Finanční plán

Následující částí, která je nezbytná pro ocenění podniku výnosovými metodami, je kompletní finanční plán, který byl sestaven pro období 2015-2018. Finanční plán se skládá z plánované výsledovky, plánovaného peněžního toku a plánované rozvahy. Tyto tři účetní výkazy spolu souvisejí a jsou propojeny.

V plánovaných výkazech bude vyznačeno, které části se týkají provozně potřebného majetku a které s majetkem nesouvisejícím s provozem.

¹⁵⁷ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 148

¹⁵⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 149

Plánovaná výsledovka

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	550 349	573 959	602 370	631 163	664 489
Náklady vynaložené na prodané zboží	402 142	419 373	439 730	460 749	485 077
Obchodní marže	148 207	154 586	162 640	170 414	179 412
Výkonová spotřeba	28 138	26 479	29 998	31 432	33 092
Přidaná hodnota	120 069	128 108	132 642	138 982	146 320
Osobní náklady	78 798	83 224	84 332	88 363	93 028
Daně a poplatky	99	133	139	146	154
Odpisy	2 164	2 163	2 495	1 804	2 018
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	-1 441	0	0	0	0
Korigovaný provozní VH	40 449	42 588	45 675	48 669	51 120
Ostatní finanční výnosy	167	0	0	0	0
Tržby z prodeje DM a material	62	0	0	0	0
Výnosové úroky	38	1 075	1 238	1 417	1 619
Výsledek hospodaření z neprov. VH	205	1 075	1 238	1 417	1 619
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0	0
Celkový VH před daní	40 716	43 663	46 914	50 087	52 739
Daň	7 736	8 296	8 914	9 516	10 020
VH za účetní období po dani	32 980	35 367	38 000	40 570	42 719

Tabulka 37: Plánovaná výsledovka¹⁵⁹

Tržby za prodej zboží byly převzaty z prognózy tržeb. Náklady vynaložené na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady a ostatní provozní položky byly vypočítány v generátorech hodnoty procentem z tržeb. Obchodní marže a přidaná hodnota byla z těchto údajů také dopočítána. Ostatní finanční výnosy a tržby z prodeje majetku byly v posledním skutečném roce 2014 a pro budoucí období nejsou známy, proto se s nimi v plánech nepočítá. Výnosové úroky jsou vypočteny jako hodnota 0,5% z celkových peněžních prostředků a jedná se o úroky z běžného účtu.

Odpisy byly převzaty z Plánu investic, dlouhodobého majetku a odpisů.

¹⁵⁹ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 156-157

Plánovaný výkaz peněžních toků

Korigovaný provozní výsledek hospodaření byl převzat z plánované výsledovky. Pro správné vyčíslení peněžního toku z hlavní činnosti je potřeba rozdělit daň z příjmu na část připadající na korigovaný provozní výsledek hospodaření a na příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy.

Položka (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Stav peněžních prostředků na počátku období	164 579	214 984	247 692	283 448	323 766
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	40 449	42 588	45 675	48 669	51 120
Daň připadající na korigovaný VH (d x KPVH _d)	7 685	8 092	8 678	9 247	9 713
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	32 764	34 496	36 997	39 422	41 407
Úpravy o nepeněžní operace	2 339	2 163	2 495	1 804	2 018
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	2 164	2 163	2 495	1 804	2 018
Změna zůstatků rezerv	175	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	15 296	-1 084	-669	1 322	-4 200
Změna stavu pohledávek	23 403	-4 585	-6 149	-4 503	-7 122
Změna stavu krátkodobých závazků	-5 484	3 602	5 776	5 989	5 022
Změna stavu zásob	-2 623	-101	-296	-164	-2 100
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	50 399	35 575	38 823	42 548	39 226
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-210	-3 738	-4 070	-3 379	-3 593
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-210	-3 738	-4 070	-3 379	-3 593
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	50 189	31 837	34 753	39 169	35 633
Platba nákladových úroků	0	0	0	0	0
Příjmy z nepr.majetku a mimořádné příjmy	154	871	1 003	1 148	1 311
Ostatní finanční příjmy	167	0	0	0	0
Výnosové úroky	38	1 075	1 238	1 417	1 619
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	-51	-204	-235	-269	-308
Prodej neprovozního majetku	62	0	0	0	0
Tržby z prodeje DM a material	62	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ.	216	871	1 003	1 148	1 311
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	50 405	32 708	35 756	40 317	36 944
Stav peněžních prostředků na konci období	214 984	247 692	283 448	323 766	360 710

Tabulka 38: Plánovaný výkaz peněžních toků¹⁶⁰

¹⁶⁰ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 158-160

Odpisy byly převzaty z odpisového plánu. Změny stavu pohledávek, krátkodobých závazků a zásob jsou meziroční rozdíly naplánovaných hodnot z generátorů hodnoty.

Nabytí dlouhodobého majetku jsou hodnoty celkových investic brutto do dlouhodobého majetku z generátorů hodnoty. Výnosové úroky jsou převzaty z finančního plánu a ostatní finanční příjmy pro další období nejsou známy.

Plánovaná rozvaha

Na základě odhadu budoucích investic managementem a vyčíslení pracovního kapitálu v generátorech hodnoty, jsou naplánovány hodnoty majetku. Krátkodobý finanční majetek je i pro budoucnost rozdělen na provozně potřebný a nepotřebný, ve kterém jsou vyčísleny nadbytečné peněžní prostředky.

A K T I V A	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	397 029	435 998	479 774	526 334	574 074
Dlouhodobý majetek	20 853	22 428	24 003	25 578	27 153
Dlouhodobý nehmotný majetek	365	565	765	965	1 165
Dlouhodobý hmotný majetek	20 488	21 863	23 238	24 613	25 988
Pozemky	2 161	2 161	2 161	2 161	2 161
Stavby	16 248	17 498	18 748	19 998	21 248
Samostatné movité věci	2 079	2 204	2 329	2 454	2 579
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	373 837	411 231	453 432	498 417	544 582
Zásoby	39 211	39 312	39 608	39 772	41 872
Zboží	39 211	39 312	39 608	39 772	41 872
Krátkodobé pohledávky	119 642	124 227	130 376	134 879	142 000
Pohledávky	119 642	124 227	130 376	134 879	142 000
Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)	214 984	247 692	283 448	323 766	360 710
a) Provozně potřebné	11 961	12 501	13 368	14 266	15 019
b) Provozně nepotřebné	203 023	235 191	270 081	309 500	345 690
Časové rozlišení	2 339	2 339	2 339	2 339	2 339

Tabulka 39: Plánovaná aktiva¹⁶¹

¹⁶¹ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 160-161

Vzhledem k tomu, že právní forma podniku je odštěpný závod, tak o základním kapitálu, kapitálových fondech a fondech ze zisku podnik neúčtuje a v budoucím období účtovat nebude.

Vlastní kapitál je tvořen součtem výsledku hospodaření běžného účetního období a výsledku hospodaření minulých let.

Rezervy jsou ponechány na úrovni hodnoty z roku 2014 a závazky byly již propočítány a naplánovány v generátorech hodnoty.

Bankovní úvěry a výpomoci podnik nevyužívá a v budoucím období využívat nebude.

P A S I V A	2014	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	397 029	435 998	479 774	526 334	574 074
Vlastní kapitál	313 700	349 067	387 068	427 638	470 356
Základní kapitál	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	280 720	313 700	349 067	387 068	427 638
Výsledek hospodaření běžného úč. Období	32 980	35 367	38 000	40 570	42 719
Cizí zdroje	82 549	86 151	91 927	97 916	102 937
Rezervy	2 809	2 809	2 809	2 809	2 809
Krátkodobé závazky	79 740	83 342	89 118	95 107	100 128
Závazky z obchodních vztahů	52 293	56 610	62 712	72 627	78 282
Závazky k zaměstnancům	3 905	4 246	4 456	4 669	4 915
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. Pojištění	1 713	1 572	1 650	1 556	1 638
Stát - daňové závazky a dotace	492	472	660	865	1 092
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	780	780	780	780	780

Tabulka 40: Plánovaná pasiva¹⁶²

Analýza finančního plánu je uvedena v Příloze 8.

¹⁶² Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 160-161

4 Návrh ocenění podniku

Pro ocenění podniku PROSEC s.r.o. v této diplomové práci byly zvoleny dvě metody výnosového ocenění. Na základě předešlých analýz lze předpokládat, že podnik bude mít neomezené trvání („going concern“) a je tedy vhodné výnosové metody použít. Jedná se o metodu diskontovaného peněžního toku (DCF) a metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA). Obě ocenění budou provedena k datu 31. 12. 2014.

4.1 Diskontní míra

Před oceněním metodou DCF entity je potřeba stanovit diskontní míru. U této metody je vhodné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).¹⁶³

Vzhledem k tomu, že podnik nevyužívá žádný cizí kapitál, stanoví se pouze náklady na vlastní kapitál. Pokud by podnik například využíval bankovní úvěr, jako cizí kapitál by se uvažovala úroková míra úvěru.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál budou stanoveny metodou CAPM – model oceňování kapitálových aktiv používaný především v anglosaských zemích.¹⁶⁴

Pro použití metody CAPM je potřeba znát následující údaje.

Bezriziková úroková míra

Pro stanovení této míry je nejvhodnější vycházet z výnosnosti výnosnost státních obligací v USA s dobou splatnosti deset let. Tato výnosnost byla k 31.12.2014 2,17%.¹⁶⁵

¹⁶³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 206

¹⁶⁴ Tamtéž, s. 216

¹⁶⁵ U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates*

Beta koeficient

Hodnota nezadluženého beta koeficientu na evropském trhu k 31. 12. 2014 pro odvětví Electric equipment byla 1,17. Tento údaj byl převzat z aktuálních dat na internetových stránkách A. Damodarana.¹⁶⁶

Oceňovaný podnik není zadlužen, a proto není potřeba koeficient přepočítávat pro zadlužený podnik.

Riziková prémie trhu

Stanovení hodnoty rizikové prémie tuzemského trhu vychází z rizikové prémie kapitálového trhu USA, kterou je dále potřeba upravit o riziko selhání země. Zde byly opět využity zveřejněné informace na stránkách A. Damodarana, který uvádí, že riziková prémie kapitálového trhu USA k 31. 12. 2014 je 4,60%. Hodnota je stanovena geometrickým průměrem za období 1928-2014.

Riziko selhání země bude vypočteno jako rozdíl mezi výnosností dluhopisů s ratingem A1 a výnosností vládních dluhopisů USA, které mají rating AAA. Z údajů z České národní banky je známo, že tento rozdíl činí 0,75.

Jelikož je cílem odhad rizikové přírážky vlastníka je dále potřeba upravit riziko selhání země o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů. Pro tuto úpravu je zvolen orientační koeficient 1,5.¹⁶⁷

Poslední úpravou rizikové prémie trhu je o rozdíl mezi prognózovanou dlouhodobou inflací v ČR a USA. Je to z toho důvodu, že se diskontní míra kalkuluje z pohledu investora na českém trhu.¹⁶⁸

¹⁶⁶ DAMODARAN ONLINE. *Updated data*

¹⁶⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 222

¹⁶⁸ Tamtéž, s. 222

Země	Údaj	Hodnota	2015	2016	2017	2018
ČR	Inflace	%	0,30	1,50	1,80	1,90
USA	Inflace	%	2,13	2,14	2,21	2,12

Tabulka 41: Dlouhodobá prognóza inflace v ČR a USA¹⁶⁹

Průměrná dlouhodobá prognóza inflace v ČR je 1,38% a v USA 2,15. O rozdíl -0,78% bude upravena riziková premie trhu.

CAPM s rizikovou premií země	
r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,17%
Beta nezadlužené "Electrical Equipment" (Damodaran) (Evropa)	1,17
Riziková premie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2006)	4,60%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,75%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,13%
Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci (-0,775%)	0,35%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů – odhad	2,0%
Daňová sazba	19%
Náklady vlastního kapitálu: $2,17\% + 4,60\% \cdot 1,17 + 0,35\% + 2,0\% =$	9,9%

Tabulka 42: Výpočet nákladů na vlastní kapitál¹⁷⁰

Náklady vlastního kapitálu stanoveny metodou CAPM s rizikovou premií země budou převzaty do dalších výpočtů hodnoty podniku.

4.2 Metoda DCF entity

Ocenění metodou DCF entity vychází ze standardní dvoufázové metody.

4.2.1 Současná hodnota první fáze

Výpočet volného peněžního toku pro výpočet současné hodnoty první fáze (FCFF) byl použit vzorec z Tabulky 3. KPVH byl převzat z plánované výsledovky. Diskontovaná hodnota FCFF za jednotlivé roky byla vypočtena s diskontní mírou 9,90% a jejich součet tvoří současnou hodnotu první fáze.

¹⁶⁹ STATISTA. *Projected annual inflation rate in the United States*

¹⁷⁰ Vlastní zpracování

Současná hodnota 1. fáze (tis. Kč)					
		2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní výsledek hospodaření		42 588	45 675	48 669	51 120
Upravená daň		8 092	8 678	9 247	9 713
Korigovaný provozní VH po dani		34 496	36 997	39 422	41 407
Odpisy		2 163	2 495	1 804	2 018
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)		0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		-3 738	-4 070	-3 379	-3 593
Investice do provozně nutného prac. kapitálu		-1 624	-1 535	424	-4 953
FCFF (free cash flow to firm)		31 297	33 887	38 271	34 879
Odúročitel pro diskontní míru:	9,90%	0,9099	0,8280	0,7534	0,6855
Diskontované FCFF k 31.12.2014		28 478	28 057	28 832	23 910
Současná hodnota 1.fáze		109 276			

Tabulka 43: Současná hodnota 1. fáze¹⁷¹

4.2.2 Současná hodnota druhé fáze

Pro výpočet druhé fáze bude použit Parametrický vzorec (Rovnice 10). Pro výpočet je nutné znát očekávané tempo růstu KPVH a očekávanou rentabilitu nových investic.

Tempo růstu KPVH g

Předpokládáme, že tempo růstu KPVH bude i v pokračující hodnotě na stejné úrovni jako tempo růstu tržeb. Jako tempo růstu bude tedy použito průměrné tempo růstu tržeb 4,8%, které bylo vypočteno v prognóze tržeb.

Rentabilita investic netto

Rentabilita investic netto je podíl tempa růstu a míry investic netto.

Míra investic netto

Míra investic netto je vypočtena jako následující podíl:

¹⁷¹ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 176

$$\frac{(1 + g) \cdot \text{investovaný kapitál}_{2018} - \text{investovaný kapitál}_{2018}}{(1 + g) \cdot \text{KPVH po upravené dani}_{2018}}$$

Potřebné hodnoty pro výpočet pokračující hodnoty podniku jsou uvedeny v následující tabulce.

<i>g</i> - tempo růstu	4,8%
Míra investic netto do DM a PK	14,1%
<i>r_i</i> - rentabilita investic netto	34,0%

Tabulka 44: Hodnoty potřebné pro výpočet pokračující hodnoty podniku¹⁷²

Nyní jsou známy všechny hodnoty pro výpočet pokračující hodnoty podniku, která bude vypočtena pomocí Parametrického vzorce.

$$PH = \frac{KPVH_{2019} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} = \frac{43\,395 \cdot \left(1 - \frac{0,048}{0,340}\right)}{0,099 - 0,048} = 730\,906 \text{ tis. Kč}$$

Z pokračující hodnoty získáme jejím diskontováním současnou hodnotu pokračující hodnoty podniku.

$$\text{Současná hodnota PH} = \frac{730\,906}{(1 + 0,099)^4} = 501\,038 \text{ tis. Kč}$$

Současná hodnota pokračující hodnoty podniku je 501 038 tisíc Kč.

4.2.3 Výsledné výnosové ocenění podniku metodou DCF entity

Na základě předchozích postupů bude zjištěna provozní hodnota podniku brutto. K brutto hodnotě by měla být odečtena hodnota úročeného cizího kapitálu, který však podnik ke dni ocenění neeviduje.

Eviduje však hodnotu provozně nepotřebných aktiv, jejímž připočtením k brutto hodnotě bude vypočtena výsledná hodnota netto podniku stanovena pomocí metody DCF entity. Hodnota provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění 31. 12. 2014 je 203 023 tis. Kč (provozně nepotřebné peníze).

¹⁷² Vlastní zpracování

Výnosové ocenění k 31. 12. 2014 (tis. Kč)	
Současná hodnota 1. Fáze	109 276
Současná hodnota 2. Fáze	501 038
Provozní hodnota brutto	610 314
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	610 314
Neprovozní majetek k datu ocenění	203 023
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	813 337

Tabulka 45: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku PROSEC s.r.o. dle metody DCF entity¹⁷³

Výsledná hodnota podniku PROSEC s.r.o. stanovena metodou DCF entity činí 813 337 tis. Kč.

4.3 Metoda ekonomicky přidané hodnoty

4.3.1 Současná hodnota první fáze

Hodnota první fáze se vypočítá jako součet diskontované hodnoty EVA za období 2014 – 2018.

Současná hodnota 1. Fáze (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT (= KPVH po dani)	32 764	34 496	36 997	39 422	41 407	43 395
NOA k 31. 12.	113 486	116 685	119 796	120 947	127 475	133 594
WACC x NOA _{t-1}		11 235	11 552	11 860	11 974	12 620
EVA		23 261	25 445	27 562	29 434	30 775
Odúročitel pro diskontní míru:	9,90%	0,9099	0,8280	0,7534	0,6855	
Diskontovaná EVA		21 166	21 067	20 765	20 177	
Současná hodnota 1.fáze	83 175					

Tabulka 46: Výpočet současné hodnoty první fáze metodou EVA¹⁷⁴

¹⁷³ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 205

¹⁷⁴ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 301

Současná hodnota první fáze je 83 175 tis. Kč. Podnik ve všech letech první fáze vytváří novou hodnotu.

Při výpočtu se vychází z hodnoty NOPAT, která je na úrovni korigovaného provozního zisku po dani, NOA, která odpovídá úrovni investic do provozně potřebného majetku. Jelikož základním principem EVA je to, že měří ekonomický zisk, další výchozí hodnotou jsou náklady na provozní aktiva, která se od NOPAT odečtou.

V tabulce jsou již také propočteny hodnoty pro první rok druhé fáze.

4.3.2 Současná hodnota druhé fáze

Ve druhé fázi musí být použity předpoklady, které byly stanoveny pro účely ocenění metodou DCF. Tempo růstu g i WACC jsou tedy na stejné úrovni jako v DCF.

Nejdříve musí být vypočtena EVA v prvním roce druhé fáze, tj. v roce 2019.

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - NOA_{2018} \cdot WACC = 41\,407 \cdot 1,048 - 127\,475 \cdot 0,099 \\ = 30\,775 \text{ tis. Kč}$$

Vypočítaná hodnota EVA se použije do Gordonova vzorce.

$$PH = \frac{EVA_{2019}}{WACC - g} = \frac{30\,775}{0,099 - 0,048} = 603\,431 \text{ tis. Kč}$$

V tomto výpočtu byla použita nezaokrouhlená EVA.

Následným diskontem pokračující hodnoty je získána současná hodnota druhé fáze.

$$\text{Současná hodnota } PH = \frac{603\,431}{(1 + 0,099)^4} = 413\,653 \text{ tis. Kč}$$

Současná hodnota pokračující hodnoty činí 413 653 tis. Kč.

4.3.3 Výsledné ocenění podniku metodou EVA

Součet současné první a druhé fáze dává výslednou tržní přidanou hodnotu MVA. K tržní přidané hodnotě se připočítá hodnota provozně nutného majetku k datu ocenění. Tento

součet je provozní hodnota brutto podniku. Vzhledem k tomu, že cizí úročený kapitál je nulový, je tato hodnota zároveň i hodnotou netto.

Po přičtení neprovozního majetku k datu ocenění je známá výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku podle EVA.

Výnosové ocenění k 31.12.2014	
Současná hodnota 1. Fáze	83 175
Současná hodnota 2. Fáze	413 653
MVA	496 828
NOA k datu ocenění	113 486
Provozní hodnota brutto	610 314
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	610 314
Neprovozní majetek k datu ocenění	203 023
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	813 337

Tabulka 47: Výsledné ocenění podniku PROSEC s.r.o. metodou EVA¹⁷⁵

Výsledná hodnota ocenění podniku PROSEC s.r.o. metodou EVA je ve výši 813 337 tisíc Kč. Lze také říci, že z provozní hodnoty brutto je zhruba 497 mil. Kč vytvořeno v podniku již nyní a 114 mil. Kč tvoří přidaná hodnota v budoucnosti.

4.4 Změna použitých parametrů

Výše výsledného ocenění podniku PROSEC s.r.o. vyšlou metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomicky přidané hodnoty ve stejné výši a to 813 337 tis Kč.

Ocenění ovlivňuje několik parametrů, které se mohou v budoucnu měnit a jedním z nejvýznamnějších parametrů je tempo růstu g pro výpočet pokračující hodnoty. Pokud se tempo růstu v budoucnu změní, bude výsledná hodnota podniku ovlivněna. Změna tohoto ukazatele a ovlivnění výsledné hodnoty podniku je uvedeno v následující tabulce.

¹⁷⁵ Vlastní zpracování dle MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, s. 302

	Změna g	Hodnota podniku (tis Kč)	Změna hodnoty
Výsledná stanovená hodnota podniku PROSEC s.r.o.		813 337	
Změna parametru $g = 4,8\%$			
Zvýšení tempa růstu g na $7,3\%$	+2,5%	1 238 374	52,30%
Snížení tempa růstu g na $2,5\%$	-2,3%	675 947	-16,90%
Zvýšení tempa růstu g na $6,3\%$	+1,5%	997 520	22,60%

Tabulka 48: Výsledné ocenění při změně parametru g ¹⁷⁶

Pro výpočet pokračující hodnoty podniku od roku 2019 byla hladina tempa růstu g stanovena ve výši průměrného tempa růstu tržeb v období 2015 – 2018 $4,8\%$. Výsledné ocenění podniku při hladině tempa růstu g $4,8\%$ je 813 337 tis. Kč a toto ocenění je také nejvíce pravděpodobné, neboť bylo při prognóze tržeb přihlíženo jak k vývoji národní ekonomiky, která do jisté míry ovlivňuje vývoj tržeb podniku, tak k interním plánům a prognóz podniku.

Změna hladiny tempa růstu g by mohla nastat v případě, kdy by bylo vycházeno z průměrného tempa růstu tržeb prognózovaných z regresní analýzy predikovaného hrubého domácího produktu a inflace. Zde by tempo růstu vzrostlo o $2,5\%$ a výsledná hodnota o $52,30\%$. Na základě stejných předpokladů byla provedena druhá modifikace ukazatele g , kde se předpokládá, že tempo růstu bude na stejné úrovni jako dlouhodobě udržitelné tempo růstu hrubého domácího produktu. Tempo růstu g by bylo sníženo o $2,30\%$ a výsledné ocenění by kleslo o $16,90\%$ na úroveň 675 947 tis. Kč.

Poslední modifikace vychází z interních plánů podniku, kdy při vytváření strategického plánu byly záměrně prognózy tržeb lehce podhodnoceny a vznikla tak rezerva pro dosažení splnění těchto plánů. Došlo by k navýšení tempa růstu tržeb o $1,5\%$ a při výsledném ocenění by se tato změna projevila zvýšením výsledné hodnoty podniku o $22,60\%$ na hodnotu 997 520 tis Kč.

Na základě výše zmíněného se jako nejpravděpodobnější jeví výsledné ocenění podniku ve výši 813 337 tis. Kč, kdy byla použita hladina tempa růstu g ve výši $4,8\%$.

¹⁷⁶ Vlastní zpracování

Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku PROSEC s.r.o. Objektivizovaná hodnota podniku byla stanovena k 31. 12. 2014. Podnik byl oceněn výnosovými metodami, metodou diskontovaného peněžního toku a metodou ekonomické přidané hodnoty. Podnik PROSEC s.r.o. patří mezi přední distributory zabezpečovacích a slaboproudých technologií.

Díličními cíli práce bylo vypracování strategické analýzy, finanční analýzy a sestavení finančního plánu.

Ve strategické analýze byly zanalyzovány hlavní faktory, které na výkonnost podniku působí. Analýza vnějšího prostředí shrnuje, jak na výkonnost podniku působí politicko-legislativní vlivy, ekonomické faktory, sociálně-kulturní faktory a technologické vlivy.

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly dokázala, že podnik má velmi silnou konkurenceschopnost a má majoritní postavení na trhu, co se velikosti obrátu týče. Podíl na českém trhu je zhruba 28% a cílem podniku je tento podíl nadále zvyšovat a maximalizovat tak svou hodnotu. Mezi obchodními cíli podniku je i expanze na evropské trhy a rozšíření portfolia odběratelů o zahraniční zákazníky.

Finanční zdraví podniku bylo zhodnoceno jako velmi dobré, podnik i přes mírný pokles produkce v roce 2014 generuje zisk, likvidita podniku ve sledovaném období se pohybovala nad doporučenými hodnotami a podnik má velké množství finančních prostředků, které slouží jako dostatečný finanční polštář.

Vysoká likvidita se ale projevila na klesající rentabilitě a době obrátu zásob, pohledávek a závazků. Komplexní náhled na finanční analýzu podniku však ukazuje, že existence podniku není v žádném případě ohrožena a podniku nehrozí finanční tíseň.

Na základě výstupů strategické a finanční analýzy bylo vyhodnoceno, že podnik PROSEC s.r.o. je finančně zdravý a předpokládá se trvalé pokračování podniku. Použití výnosových metod k ocenění tak bylo vhodné a správné. K těmto metodám je potřeba sestavit finanční plán podniku na budoucí období.

Finanční plán na období 2015 – 2018 byl sestaven na základě prognózy generátorů hodnoty. Generátory hodnoty byly plánovaný pro provozně nutný majetek procentním podílem z tržeb a dobou obratu vztažené k tržbám, případně odhadem budoucího stavu. Všechny odhady a prognózy byly diskutovány s vrcholovým managementem podniku.

Podnik neoperuje s žádným úročeným cizím kapitálem, a proto byla diskontní míra určena jako velikost nákladů na vlastní kapitál, která byla vypočtena modelem oceňování kapitálových aktiv CAPM a podle potřeby modifikována dle profesora Damodarana. Výsledná hodnota diskontní míry je 9,90%.

Ocenění podniku podle dvou výše zmíněných metod (DCF a EVA) vyšlo v obou případech shodně, jelikož se vycházelo ze stejné výše diskontní míry, korigovaný provozní výsledek hospodaření u metody DCF se rovnal hodnotě NOPAT v metodě EVA a provozně nutný investovaný kapitál z metody DCF se rovnal hodnotě NOA v metodě EVA.

Objektivizovaná hodnota podniku PROSEC s.r.o. k 31. 12. 2014 je na základě výše zmíněného 813 337 tis. Kč.

Stanovená hodnota podniku byla dále zkoumána při změně jednoho z hlavních parametrů. Toto zkoumání potvrzuje, že výsledné ocenění je závislé na mnoha proměnných, které bylo nutné zanalyzovat, podložit a obhájit.

Stanovením výsledné hodnoty podniku byly cíle práce splněny.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress. 318 s. ISBN 978-80-8692-926-2.

GÜNTER, W., KISLINGEROVÁ, E. 2007. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. 928 s. ISBN 978-80-7179-897-2.

KISLINGEROVÁ, E., 2001. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., 2008. *Finanční analýza – krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

MAŘÍK, M. a kol., 2011a. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress. 164 s. ISBN 978-80-86119-61-8.

NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I., 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha: Grada. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

SMEJKAL, V., RAIS, K., 2010. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing. 360 s. ISBN 978-80-247-3051-6.

SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K., 2006. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

Elektronické zdroje

BONDSONLINE GROUP. Reuters Corporate Spreads for Industrials. *Bondsonline.com* [online]. ©2014 [2015-04-02]. Dostupné z: http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Corporate_Bond_Spreads.php.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Vývoj ratingu ČR. *Cnb.cz* [online]. ©2015-04-01 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Česká republika od roku 1989 v číslech. *Czso.cz*. [online]. ©2015 [cit. 2015-04-16]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-v-cislech-od-roku-1989-wau52m1y38>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE). *Czso.cz*. [online]. ©2014-12-14 [cit. 2015-03-25]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_cz_nace.

DAMODARAN, A. Country Default Spreads and Risk Premiums. *Damodaran.com* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.

DAMODARAN, A. Levered and unlevered betas by industry. *Damodaran.com* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

KURZY.CZ. Inflace – 2015, míra inflace a její vývoj ČR. *Kurzy.cz*. [online]. ©2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>.

KURZY.CZ. Nezaměstnanost v ČR, vývoj, rok 2015. *Kurzy.cz*. [online]. ©2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/nezamestnanost/>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 39. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2015-2018). *Mfcr.cz*. [online]. ©2015-04-20 [cit. 2015-04-25]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/39-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-21172>.

STATISTA. Projected annual inflation rate in the United States from 2008-2020. *Statista.com* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <http://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>.

U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates. *Treasury.gov* [online]. ©2013 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2014>.

Ostatní zdroje

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012.

Seznam tabulek

Tabulka 1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	33
Tabulka 2: Korigovaný pracovní kapitál.....	36
Tabulka 3: Výpočet volného peněžního toku.....	41
Tabulka 4: výpočet metody EVA entity.....	48
Tabulka 5: Vývoj HDP v ČR v letech 2004 – 2014.....	54
Tabulka 6: Prognóza meziročního růstu HDP.....	54
Tabulka 7: Vývoj míry inflace v ČR v letech 2004 – 2014	55
Tabulka 8: Prognóza míry inflace	55
Tabulka 9: Vývoje míry nezaměstnanosti v ČR v letech 2004 – 2014 (v %).....	56
Tabulka 10: Prognóza míry nezaměstnanosti v ČR do roku 2017	56
Tabulka 11: Regresní analýza – prognóza tržeb	64
Tabulka 12: Analýza vývoje tržeb podniku	65
Tabulka 13: Výsledná prognóza tržeb na období 2015 -2018.....	65
Tabulka 14: Vertikální analýza rozvahy	68
Tabulka 15: Horizontální analýza rozvahy	70
Tabulka 16: Vertikální analýza výsledovky.....	71
Tabulka 17: Horizontální analýza výsledovky.....	72
Tabulka 18: Ukazatele rentability	74
Tabulka 19: Ukazatele aktivity	75
Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti.....	76
Tabulka 21: Ukazatele likvidity.....	77
Tabulka 22: SWOT analýza	78
Tabulka 23: Propočet provozně nutného majetku (v tis. Kč).....	79
Tabulka 24: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč).....	80
Tabulka 25: Prognóza tržeb.....	80
Tabulka 26: Prognóza ziskové marže shora	81
Tabulka 27: Analýza a prognóza ziskové marže zdola	82
Tabulka 28: Doba obratu z tržeb	83

Tabulka 29: Analýza a prognóza pracovního kapitálu.....	84
Tabulka 30: Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice do DM 2010-2014	85
Tabulka 31: Odhad investic netto pro růst tržeb dle podnikového managementu	86
Tabulka 32: Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku.....	87
Tabulka 33: Analýza provozně nutného investovaného kapitálu.....	87
Tabulka 34: Rekapitulace výpočtu ziskové marže po dani	88
Tabulka 35: Předběžné ocenění podniku	88
Tabulka 36: Analýza citlivosti střední varianty ocenění podniku.....	89
Tabulka 37: Plánovaná výsledovka.....	90
Tabulka 38: Plánovaný výkaz peněžních toků.....	91
Tabulka 39: Plánovaná aktiva	92
Tabulka 40: Plánovaná pasiva.....	93
Tabulka 41: Dlouhodobá prognóza inflace v ČR a USA	96
Tabulka 42: Výpočet nákladů na vlastní kapitál	96
Tabulka 43: Současná hodnota 1. fáze	97
Tabulka 44: Hodnoty potřebné pro výpočet pokračující hodnoty podniku.....	98
Tabulka 45: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku PROSEC s.r.o. dle metody DCF entity.....	99
Tabulka 46: Výpočet současné hodnoty první fáze metodou EVA	99
Tabulka 47: Výsledné ocenění podniku PROSEC s.r.o. metodou EVA.....	101
Tabulka 48: Výsledné ocenění při změně parametru g	102

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj tržeb 2010 - 2018	66
Graf 2: Ukazatele rentability – vývoj.....	74

Seznam rovnic

Rovnice 1: Výpočet provozní ziskové marže.....	35
Rovnice 2: Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto K_{DMb}	37
Rovnice 3: Koeficient prostého podílu dlouhodobého majetku na tržbách	37
Rovnice 4: FCF dle generátorů hodnoty	38
Rovnice 5: Investice brutto	42
Rovnice 6: Výpočet investice netto.....	42
Rovnice 7: Výpočet hodnoty podniku.....	43
Rovnice 8: Hodnota podniku podle dvoufázové metody	44
Rovnice 9: Gordonův vzorec.....	44
Rovnice 10: Parametrický vzorec.....	45
Rovnice 11: Výpočet WACC.....	46
Rovnice 12: Model CAPM.....	47
Rovnice 13: Výpočet ekonomické přidané hodnoty	48
Rovnice 14: Výpočet EVA pomocí dvoufázové metody	48

Seznam obrázků

Obrázek 1: Generátory hodnoty	34
-------------------------------------	----

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha PROSEC s.r.o. k 31. 12. (v tis. Kč)	112
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty PROSEC s.r.o. k 31. 12. (v tis. Kč)	113
Příloha 3: Výkaz peněžních toků PROSEC s. r. o. k 31. 12. (v tis. Kč)	114
Příloha 4: Výpočet koeficientu investiční náročnosti do dl. majetku za 2010-2014.....	115
Příloha 5: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů 2015 - 2018	116
Příloha 6: Horizontální analýza rozvahy v absolutních změnách (tis. Kč)	117

Příloha 7: Horizontální analýza výsledovky v absolutních změnách.....	118
Příloha 8: Finanční analýza finančního plánu 2014 – 2018	119